

**ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ ВЫСШАЯ ШКОЛА ЭКОНОМИКИ**

Факультет ЭКОНОМИКА

Магистерская программа ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ТЕОРИЯ

Кафедра ИНСТИТУЦИОНАЛЬНАЯ ЭКОНОМИКА

**МАГИСТЕРСКАЯ ДИССЕРТАЦИЯ**

На тему: **“Оценка кризисной уязвимости российской экономики в контексте анализа странового риска”**

Выполнила:

**Лядская Кристина Владимировна**

Научный руководитель

**к.э.н., доцент Матвеева Татьяна Юрьевна**

Москва – 2004

## ОГЛАВЛЕНИЕ

<b>Введение</b> .....	<b>3</b>
<b>Глава 1. Страновой риск и финансовые кризисы</b> .....	<b>8</b>
1.1. Страновой риск, суверенные рейтинги и предупреждение кризисных ситуаций.....	8
Понятие странового риска и концептуальные подходы к его анализу.....	8
Понятие рейтинга, типы рейтинговых институтов и функции рейтингов....	11
Сила влияния рейтингов и их информационная значимость.....	13
1.2. Финансовые кризисы в странах с развивающимися рынками и их отражение в рейтингах (Мексика 1994 г., Юго-Восточная Азия 1997 г., Россия 1998 г.).....	15
Предкризисная ситуация и спусковой крючок.....	15
Анализ соотношений и глубинные факторы кризисов.....	23
Эффект эпидемии.....	33
Отражение финансовых кризисов в рейтингах.....	35
<b>Глава 2. Страновые рейтинги как сигналы раннего предупреждения кризисных ситуаций</b> .....	<b>43</b>
2.1. Причины низкой информативности рейтингов.....	43
Субъективизм оценок экспертов.....	43
Замедленная скорость реагирования рейтинговых институтов на события.	44
Методические упущения в расчетах рейтинговых агентств.....	44
2.2. Эволюция системы раннего предупреждения кризисных ситуаций....	48
Усовершенствование системы управления страновым риском на наднациональном уровне.....	48
Усовершенствование методик оценки странового риска в научных исследованиях.....	50
<b>Глава 3. Оценка кризисной уязвимости и уточнение уровня странового риска в современной России</b> .....	<b>62</b>
3.1. Макроэкономическая ситуация и экономическая уязвимость в посткризисной России.....	62
Анализ ситуации.....	62
Сопоставление с предкризисной ситуацией 1998 г.....	68
3.2. Уточнение уровня российского странового риска (оценочная модель).....	71
Современные рейтинги России.....	71
Спецификация модели и система объясняющих признаков.....	72
Эконометрическая модель и основная гипотеза.....	76
Источники данных и выборка.....	76
Результаты.....	77
<b>Заключение</b> .....	<b>87</b>
<b>Приложения</b> .....	
1. Эволюция концептуальных подходов к анализу странового риска.....	91

## ВВЕДЕНИЕ

*Актуальность темы* определяется серьезными вызовами времени, с которыми столкнулось мировое сообщество в эпоху глобализации. Открытие финансовых рынков и распространение информационных технологий стали порождать системные финансовые кризисы с мощным эффектом эпидемии и спекулятивными атаками, подрывающими стабильность даже наиболее благополучных стран. События последнего десятилетия (мексиканский кризис 1994 г., азиатский кризис 1997 г. и российский кризис 1998 г.) продемонстрировали особую актуальность данной проблемы для стран с развивающимися рынками и поставили вопрос о поиске более эффективной системы мер, позволяющих своевременно предупреждать шоки и блокировать распространение их дестабилизирующих импульсов по горизонтали (от страны к стране) и по вертикали (с одного сектора финансового рынка на другие). Между тем, существующая методологическая база для анализа страновых рисков остается во многом неудовлетворительной.

Второе обстоятельство. Еще несколько лет назад Россия стояла перед трудным выбором между приоритетами политики роста, с одной стороны, и необходимостью обслуживания внешнего долга – с другой. Фактически она могла попасть в “макроэкономическую ловушку”, когда чрезмерная долговая нагрузка на бюджет и экономику не позволяет осуществлять необходимые мероприятия по поддержанию экономического подъема. Сегодня пик долговых платежей, приходящихся на 2003 г., успешно пройден, в том числе – благодаря беспрецедентно благоприятной ценовой конъюнктуре на мировых рынках сырья. Россия нарастила золотовалютные резервы, улучшила состояние платежного баланса, ускорила темпы роста ВВП и получила рейтинг инвестиционного уровня. Означает ли это, что она принципиально повысила уровень своей платежеспособности (*creditworthiness*) и может рассматриваться мировым сообществом как надежный партнер, чья способность отвечать по внешним обязательствам не вызывает сомнений?

Ответ на этот вопрос связан с оценкой экономической уязвимости страны. Последняя отражает степень ее подверженности разного рода шокам, которые, с одной стороны, дестабилизируют саму национальную экономику, а с другой – могут принести значимые потери для иностранных инвесторов и кредиторов, что в современном глобализованном мире может иметь катастрофические последствия.

Оба обстоятельства предопределяют выбор темы.

**Постановка темы.** Для раскрытия поставленной темы достаточно было бы пойти по следующей логике: сначала рассмотреть проблематику странового риска и страновых рейтингов (первая глава), затем проанализировать вопросы современных финансовых кризисов (вторая глава), и в завершении работы объединить эти две сферы анализа для оценки кризисной уязвимости стран с развивающимися рынками, в частности России. Однако автор с самого начала соединяет две тематики – сложную тематику финансовых кризисов и поисковую тематику странового риска, практически не имеющую освещения в отечественной литературе. Это позволяет автору ответить на три сложных вопроса:

- 1) могут ли страновые рейтинги служить сигналами раннего предупреждения кризисных ситуаций?
- 2) насколько близка сегодняшняя Россия с ее благоприятными макроэкономическими показателями к ситуации дефолта?
- 3) каков истинный рейтинг современной России?

**Объектом** изучения данной диссертационной работы являются страны с формирующимися рынками, пережившие финансовые кризисы.

**Предметом** данного исследования выступают методы оценки платежеспособности (creditworthiness) и экономической уязвимости реформируемых стран, используемые при анализе странового риска.

**Цель исследования** двойная – оценить кризисную уязвимость современной России и уточнить уровень ее странового риска (кредитный рейтинг).

**Задачи исследования:**

1. Систематизировать теоретико-методологическую базу для анализа странового риска и обосновать подход к страновым рейтингам как к сигналам раннего предупреждения кризисных ситуаций.
2. Провести статистическое сопоставление финансовых кризисов 1990-х годов в Латинской Америке, Юго-Восточной Азии и России и выявить реальные причины кризисной уязвимости.
3. Проанализировать, в какой степени реальные факторы уязвимости к современным финансовым кризисам были отражены в рейтингах странового риска и почему.
4. На основе существующих эмпирических подходов к анализу странового риска предложить собственный способ оценки кризисной уязвимости современной России и подтвердить полученные при его осуществлении результаты сложившейся на сегодняшний день макроэкономической ситуацией.

**Теоретико-методологическую основу** исследования составили труды известных зарубежных ученых-финансистов – Дж. Итона, М. Герсовитца, Ф. Мишкина, П. Кругмана, Р. Кантора, Ф. Пакера, М. Питера; работы авторитетных отечественных ученых – Е. Ясина, А. Илларионова, А. Вавилова, Н. Смородинской, К. Рудого, В. Малыгина. Также использованы ежегодные отчеты Международного Валютного Фонда (World Economic Outlook), работы экспертов Национального бюро экономических исследований (М. Дули, Р. Дорнбуш, М. Фельдштайн и др.). Автор также опирался на информационно-аналитические материалы Банка России, МВФ, Мирового Банка.

**Фактологической основой** для работы послужили оригинальные источники ведущих международных рейтинговых агентств и рейтинговые списки аналитической службы журнала “Euromoney”.

**Статистическая база** для авторских расчетов – официальные данные Банка России (статистика платежного баланса), МинФина РФ, МЭРТ РФ, данные Федеральной службы государственной статистики, Государственного таможенного комитета РФ и данные консенсус-прогноза Центра развития.

**Научная новизна** работы заключается в следующем:

- Впервые в отечественной литературе уязвимость экономики к системному финансовому кризису рассмотрена в контексте анализа странового риска. Это потребовало систематизировать теоретико-методологическую базу для анализа странового риска (выделено шесть концептуальных подходов), что также является новым вкладом в отечественную литературу. Обоснован подход к страновым рейтингам России как к сигналам раннего предупреждения кризисных ситуаций.
- На основе обобщения особенностей кризисных явлений последнего десятилетия в странах с развивающимися рынками проведено статистическое сопоставление крупнейших финансовых кризисов 1990-х годов в Мексике, Юго-Восточной Азии и России. Выявлены типовые факторы уязвимости данной группы стран к современным финансовым кризисам.
- Впервые в отечественной литературе обоснованы причины низкой информативности рейтингов странового риска как сигналов раннего предупреждения кризисных ситуаций в Мексике, Юго-Восточной Азии и России. Одновременно рассмотрена эволюция системы раннего предупреждения кризисных ситуаций как на концептуальном уровне (мировые научные исследования), так и в практике мировых финансовых институтов.
- Проведено сравнение предкризисной ситуации в России конца 1990-х годов с современной ситуацией в экономике. Выявлена низкая степень повторения кризиса 1998 года, но высокая степень уязвимости России к спекулятивным атакам на валюту.

- С учетом выявленных факторов уязвимости стран с развивающимися рынками к современным финансовым кризисам и специфики российской ситуации в последние годы была сделана собственная оценка странового риска современной России и построена оценочная модель. Выявлен факт недооценки ведущими рейтинговыми агентствами степени кризисной уязвимости сегодняшней России.

**Затруднения** в процессе исследования вызвали, главным образом, три обстоятельства. Во-первых, в большинстве случаев статистика, необходимая для анализа выбранной проблемы либо отсутствует, либо не является достоверной. При этом временные ряды данных по российской экономике объективно довольно короткие, что значительно усложняет практическую часть исследования. Во-вторых, рейтинговые институты не раскрывают для широкой общественности особенности методик составления рейтингов странового риска, что несколько снижает точность анализа. В-третьих, определенным затруднением является недостаточная теоретико-научная проработанность рассматриваемой проблемы. Вместе с тем, малоизученность тематики странового риска расширяет горизонты для дальнейших теоретических и практических исследований.

**Структура работы** построена следующим образом. В *первой главе* уточняется содержание понятия “страновой риск” и систематизируются концептуальные и методологические подходы к его анализу. Здесь также уточняются функции и значимость продукта деятельности основных рейтинговых институтов - кредитного рейтинга - для оценки платежеспособности страны и обосновывается его рассмотрение в качестве сигнала раннего предупреждения кризисных ситуаций. Кроме того, автор, специфицировав типовые особенности современных финансовых кризисов, делает статистическое сопоставление крупнейших экономических потрясений 1990-х годов в Латинской Америке, Юго-Восточной Азии и России и анализирует, насколько реальные причины кризисной уязвимости были отражены в рейтингах ведущих институтов.

Во *второй главе* определяются наиболее вероятные причины низкой индикативности кредитных рейтингов в предкризисные периоды, выявляются факторы, не учитываемые сегодня в рейтинговой практике, раскрывается необходимость корректировки расчетных методик оценки странового риска. Далее здесь представлена эволюция системы раннего предупреждения кризисных ситуаций как на наднациональном уровне, так и в научных исследованиях.

*Третья глава* выводит исследование в практическую плоскость. Здесь проводится анализ фундаментальных макроэкономических показателей и динамики кредитных рейтингов современной России. Далее автор вводит в методику подсчета

рейтинга странового риска, во-первых, факторы, которые не учитываются сегодня рейтинговыми институтами при оценке странового риска, но являются реальными факторами уязвимости к “кризисам XXI века”, а, во-вторых, факторы, отражающие болевые точки российской экономики. Это позволяет выявить истинное состояние платежеспособности сегодняшней России.

## ГЛАВА 1. СТРАНОВОЙ РИСК И ФИНАНСОВЫЕ КРИЗИСЫ

### 1.1. Страновой риск, суверенные рейтинги и предупреждение кризисных ситуаций

#### *Понятие странового риска*

Категория “*страновой риск*” (*country risk*) была впервые введена в научный оборот во второй половине 1970-х годов первым вице-президентом Сити банка (США) Ирвингом С. Фридманом (Irving S. Friedman). Однако и сегодня она не имеет четкой общепринятой трактовки. В связи со сложностью самой категории странового риска разные исследователи используют разные его определения. Некоторые из них сводят страновой риск к оплате долговых обязательств. *Haque L., Kumar M., Mark N. and Mathieson D. (1996)* определяют страновой риск как специфический для каждой страны риск, отражающий вероятность дефолта по ее долговым обязательствам. В данном контексте дефолтом является любое одностороннее нарушение заемщиком первоначальных условий кредитного соглашения (в том числе – графика погашения или обслуживания долга), ведущее к возникновению у кредитора определенных финансовых потерь. То есть ситуация дефолта имеет место всегда, когда кредитор получает от заемщика меньше средств, чем оговорено контрактом (*Eaton, Gersovitz, Stiglitz, 1986*).

Другие исследователи дают более *широкое определение странового риска*. Например, *Nagy (1983)* определяет страновой риск как подверженность финансовым потерям в ходе международного кредитования в связи с возникающими в определенной стране событиями, находящимися отчасти под контролем государства, но абсолютно вне контроля частных фирм или домашних хозяйств<sup>1</sup>. *Cantor* и *Packer (1996)* также рассматривают страновой риск как вероятность невозврата вложенных средств. *Lejeune (1999)* определяет страновой риск как вероятность того, что изменения делового климата сократят доходность бизнес-операций в данной стране.

Для целей настоящей работы лучше подходит второй подход, предполагающий широкую трактовку странового риска. В связи с этим за основу будет принято следующее определение. Страновой риск представляет собой интегральный показатель, позволяющий субъектам международной деятельности оценивать совокупную способность экономических агентов данной страны, включая правительство, отвечать по своим внешним обязательствам (*Смородинская, 1997, стр.11*).

С точки зрения характера действий страны-заемщика *разновидностями странового риска* являются официальный отказ от признания долга (*repudiation*) или

отказ (полный или частичный) от его дальнейшего обслуживания (default); пересмотр условий погашения долга (renegotiation); пересмотр сроков погашения долга (rescheduling) или мораторий; приостановка долговых выплат по техническим причинам (technical default); риск трансферта платежей.

Все эти разновидности странового риска являются фактически его материализацией и могут быть рассмотрены как *дефолт в широком смысле слова*.

Надо отдельно подчеркнуть отличие странового риска от суверенного. Все операции по кредитованию зарубежных клиентов - будь то иностранное правительство, финансовое учреждение или физическое лицо - подвержены страновому риску. Страновой риск является более широким понятием, нежели суверенный риск, обозначающий предоставление займов правительству суверенной страны. Однако в действительности эти риски сильно взаимосвязаны, так как государство по сути играет основную роль в их формировании (Nagy, 1983).

### ***Концептуальные подходы к анализу странового риска***

Основные концептуальные исследования в области странового риска (см. Приложение 1) связаны с двумя методологическими подходами - анализом способности страны-заемщика обслуживать долг (debt-service capacity approach) и анализом издержек и выгод страны-заемщика при отказе от уплаты долга или при его реструктуризации (cost-benefit analysis).

Первый подход, прогнозирующий риск неплатежа на основе *анализа способности страны-заемщика обслуживать долг* (debt-service capacity approach), впервые был формализован в работах М. Баздарича (M.Bazdarich, 1978). Согласно данному подходу, материализация странового риска возникает вследствие неспособности страны-заемщика удерживать рост задолженности на определенном, устойчивом уровне по отношению к объему ВВП. Повышение этого уровня объясняется либо временным недостатком ликвидности, либо структурной, долговременной нехваткой платежных средств у страны-заемщика, что на поверхности явлений выступает как проблема недостатка ликвидности.

В качестве исходных аналитических параметров, позволяющих прогнозировать вероятность ограничения ликвидности у страны-заемщика либо ее полную неплатежеспособность, данный подход предлагает использовать ряд ключевых макроэкономических переменных (темпы экономического роста, инфляция, динамика

---

<sup>1</sup> Контроль над ситуацией со стороны правительства страны-контрагента понимается здесь в широком смысле. Если правительство может в определенной мере контролировать хотя бы последствия возможного неблагоприятного события (даже если само событие ему неподконтрольно), то вероятность наступления такого события относится к сфере странового риска.

экспортных доходов, сальдо текущего платежного баланса, реальный валютный курс и др.).

Затруднения с выплатой долга представляют собой ситуацию неравновесия на международных финансовых рынках, когда при самой высокой ставке процента, по которой кредиторы еще соглашались одалживать средства, спрос на новые займы для обслуживания старых обязательств превышает предложение новых заимствований (*M. Peter, 2002, p.5*). В такой ситуации факторы, определяющие вероятность дефолта, совпадают с детерминантами спроса и предложения новых займов: любой фактор, сдвигающий кривую спроса на новые займы направо (или, кривую предложения налево) будет увеличивать разрыв между спросом и предложением при максимальной ставке процента, по которой кредиторы согласны одалживать средства. Поэтому если кривые спроса и предложения пересекаются при меньшей или, в крайнем случае, при максимально высокой ставке процента, по которой кредиторы еще согласны платить, страна может одалживать средства для обслуживания своих обязательств и, следовательно, не объявлять дефолт. Однако если после сдвига одной из кривых пересечение окажется выше данного значения ставки процента, единственным выходом для страны становится дефолт.

Второй подход прогнозирует риск неплатежа на основе *анализа издержек и выгод страны-заемщика при отказе от уплаты или реструктуризации долга (cost-benefit analysis)*<sup>2</sup>. Этот метод оценки странового риска был предложен в самом начале 1980-х годов рядом американских ученых, в наиболее полном и формализованном виде – в работах Дж. Итона и М. Герсовица (*J.Eaton, M. Gersovitz, 1981; J.Eaton, M.Gersovitz, 1981; J.Eaton, M. Gersovitz, J. Stiglitz, 1986. См. также исследования P.Krugman, 1985*).

Согласно данному подходу, ситуация неплатежа возникает вследствие нежелания страны-заемщика осуществлять дальнейшие выплаты по обслуживанию и погашению долга, что объясняется не столько отсутствием у страны-заемщика возможности осуществлять долговые выплаты, сколько ее сознательной стратегией поведения, основанной на сравнении ожидаемого значения дисконтированной полезности потребления при дефолте с ожидаемым значением дисконтированной полезности потребления при выплате долга, то есть на расчете соотношения издержек и выгод в случае отказа от платежей.

*Выгоды* частичного или полного отказа от платежей определяются для страны-заемщика возможностью незапланированной экономии инвалютных ресурсов в размере

<sup>2</sup> Подход “cost-benefit analysis” не обязательно является альтернативой подходу “debt-service capacity approach”. Они могут дополнять друг друга: если пересечение кривых спроса и предложения новых займов происходит при максимально возможной ставке процента, по которой кредиторы согласны одалживать средства, или меньшей, то “cost-benefit analysis” исполняет роль ограничения. В противном случае исход определяется “debt-service approach”.

величины непогашенной задолженности. *Издержки* нарушения платежных обязательств сводятся, как правило, к тому, что страна лишается доступа к последующим заимствованиям с международного рынка капиталов (кредитное эмбарго). В отдельных случаях речь может идти и о более серьезных экономических потерях, связанных с введением внешнеторгового эмбарго или с вынужденным переходом страны-должника на режим бартерной торговли.

В свою очередь кредиторы, оценивая издержки и выгоды ситуации неплатежа для конкретной страны-заемщика, пытаются определить ее возможную стратегию поведения в плане обслуживания долга и спрогнозировать на этой основе вероятность материализации риска. При этом во внимание принимаются экономические мотивы, которые побуждают страну воздерживаться от нарушения платежных обязательств ради сохранения доступа на международные рынки капиталов. Они служат для данной методики оценки странового риска исходными аналитическими параметрами (подобно тому, как фундаментальные макропеременные служат исходными параметрами для *debt-service approach*). Выявленная степень их влияния на желание конкретной страны-заемщика обслуживать долг закладывается в систему расчетных показателей странового кредитного рейтинга.

### ***Понятие рейтинга***

Важнейшим инструментом для определения уровня странового риска является *система рейтинговой оценки платежеспособности страны-заемщика и надежности ее финансовых (долговых) обязательств*. Рейтинг представляет собой заключение не только о способности, но и о готовности заемщика своевременно оплачивать обязательства (*Standard&Poor's, 2001*).

Следует отметить, что страновые рейтинги не сводятся к суверенным. Последние являются оценкой кредитных рисков национальных правительств и никак не отражают риск дефолта со стороны других эмитентов – государственных и частных компаний. Однако рейтинг национального правительства является своего рода ориентиром, с учетом которого определяются рейтинги прочих эмитентов данной страны. Рейтинги частных эмитентов практически никогда не превышают рейтинг национального правительства (“суверенный потолок”) и обычно находятся либо на том же уровне, что и суверенный рейтинг, либо ниже.

### **Типы рейтинговых институтов**

Услуги по составлению рейтингов предоставляются сегодня *двумя типами институтов*, которые получили развитие с 1970-х годов по мере диверсификации финансовых рынков и роста многообразия заемщиков.

Первый тип институтов, формирующих костяк мировой индустрии рейтинговых услуг, - это широко известная *группа международных рейтинговых компаний* (Moody's, Standard&Poor's, Fitch и др.), которые оценивают надежность разного рода долговых обязательств и составляют кредитные рейтинги (рейтинги платежеспособности) их эмитентов<sup>3</sup>. Ко второму типу институтов относится сравнительно небольшая *группа международных аналитических агентств и служб* (Institutional Investor, Economist Intelligence Unit, Международный справочник страновых рисков, служба журнала Euromoney и др.), составляющих интегральные индексы странового риска с целью ранжирования стран и регионов по степени надежности и качеству мировых заемщиков.

Рейтинги, присваиваемые рейтинговыми компаниями национальным правительствам, отражают уровень суверенного риска данных стран (степень надежности их официальных долговых обязательств), тогда как аналогичные страновые рейтинги, публикуемые аналитическими агентствами, дают представление о страновом риске в целом, то есть о принципиальной способности всей совокупности экономических агентов данной страны отвечать по своим обязательствам перед нерезидентами.

### **Функции рейтингов**

Попадание в рейтинговые списки ведущих агентств особенно важно именно для развивающихся и реформируемых стран, поскольку сам факт получения рейтинга (даже если он далек от высшего) убеждает потенциальных инвесторов и кредиторов в позиции открытости страны во взаимоотношениях с мировым сообществом, в ее готовности подчиняться дисциплине мировых рынков, не говоря уже об иллюстрации фактической стороны дела (надежность конкретных бумаг, кредитоспособность и т.п.). Подобное улучшение международного имиджа дает стране ряд важных экономических преимуществ: во-первых, - право осуществлять государственные заимствования на международном рынке капиталов на более льготных, чем прежде, условиях и на более длительный срок; во-вторых, - право национальных компаний и региональных администраций выдвигать официальную заявку на присвоение международного

---

<sup>3</sup> В практике рейтинговых компаний (агентств) к долговым относятся любые финансовые обязательства, подлежащие оплате, в том числе – акции и другие финансовые активы, не являющиеся заемным капиталом в строгом значении этого термина.

кредитного рейтинга (согласно процедуре, практикуемой большинством агентств, присвоение компаниям-эмитентам индивидуальных рейтингов считается официальным лишь после получения официального рейтинга правительством данной страны); в-третьих, - возможность шире привлекать иностранные инвестиции, поскольку наличие рейтинга снижает риск неопределенности в отношении возможных потерь инвесторов на территории данной страны.

Следует, однако, подчеркнуть, что международное доверие, оказываемое стране в результате присвоения ей рейтинга, имеет и обратную сторону, связанную с повышением ответственности. Сила политического влияния рейтинга состоит в том, что он ставит страну под жесткий контроль со стороны мирового инвестиционного и финансового сообщества в плане выбора и успешности реализации разумного хозяйственного курса.

Отражая уровень риска при инвестициях в данную страну и ее ценные бумаги, страновые кредитные рейтинги дают инвестору представление не только об угрозе возможных финансовых потерь в случае ситуации неплатежа, но и о каналах получения дополнительных доходов. На этом основано стремление инвесторов “опередить рынок”, то есть получить с помощью рейтингов информацию о будущих хозяйственных тенденциях раньше, чем появятся соответствующие ценовые сигналы в виде изменения курсов акций и других доходных ценных бумаг.

### ***Сила влияния рейтингов***

По мнению ряда экспертов, рейтинговые институты могут искусственно поддерживать проциклическую тенденцию, повышая суверенные рейтинги при благоприятных условиях на финансовых рынках и понижая их в нестабильные времена, тем самым углубляя амплитуду цикла на мировых финансовых рынках (*Ferri, Liu и Stiglitz, 1999*). Однако это не всегда является отрицательным фактором. Например, во время экономического подъема, корректное снижение суверенных кредитных рейтингов может уменьшить эйфористические настроения спекулятивных инвесторов и, тем самым, ограничить приток в страну “горячих денег”. Так или иначе, рейтинговые институты оказывают существенное влияние на экономику страны и перспективы ее финансовой стабильности<sup>4</sup>. Согласно рекомендациям Банка международных расчетов в 2001 г., важность рейтингов возрастет еще больше (*Basel Capital Accord, 2001*).

---

<sup>4</sup> По мнению профессора Стэнфордского Университета, лауреата Нобелевской премии Милтона Фридмана, “сегодня в мире существует две сверхдержавы – это США и Moody’s. США может разрушить страну, скинув на нее бомбы, тогда как Moody’s может разрушить страну, понизив рейтинг ее облигаций. И иногда бывает совсем не очевидно, кто из них могущественнее” (*Friedman, 1999*).

### ***Информационная значимость рейтингов***

Считается, что рейтинги не обладают самостоятельной предсказательной силой, а только реагируют на объективное изменение экономической ситуации в стране (*Yen-Ting Hu, Rudiger Kiesel, William Perraudin, Gerhard Stahl, 2002, p.1*). В научной литературе существует две альтернативные точки зрения о том, в какой момент рейтинги начинают распознавать негативные тенденции в экономике – до того, как рыночные агенты уловили изменения экономической ситуации или уже после этого? То есть привносят ли рейтинговые агентства через изменение странового рейтинга дополнительную информацию на финансовые рынки или финансовые переменные остаются фактически такими же?

Согласно первому воззрению, рейтинговые агентства владеют только общедоступной информацией и в целом отстают от финансовых рынков в обработке этой информации (*Gropp, Richards, 2001*).

Согласно другому взгляду, рейтинговые агентства являются в определенном смысле профессионалами в получении и обработке информации, и потому они генерируют совершенно неизвестную финансовым рынкам информацию о риске дефолта (*Kräussl, 2003, p.9*). Изменение суверенных кредитных рейтингов в этом случае, раскрывая новую информацию о платежеспособности страны, может повлечь сдвиги на финансовых рынках. Такое влияние рейтингов может отразиться как на финансовых рынках только данной страны, так и перекинуться поверх национальных границ. При этом, как показало исследование Р. Крэуссла, понижение суверенного рейтинга и отрицательные прогнозы его пересмотра оказывают более сильное влияние на экономики, чем позитивная корректировка рейтингов (*Kräussl, 2003, p.34*). Кроме того, эффект от повышения или понижения рейтингов сильнее проявляется на рынках переходных экономик, где проблемы прозрачности и асимметрии информации еще не до конца решены.

Фактически возникшая в среде ученых-экономистов дилемма поднимает вопрос о том, *могут ли рейтинги рассматриваться в качестве сигналов раннего предупреждения кризисных ситуаций*, позволяющих инвесторам своевременно принять правильные решения о перераспределении своих капиталов и, если да, то насколько качественно они выполняют эту роль?

Попытаемся ответить на этот вопрос с помощью анализа финансовых кризисов эпохи глобализации – кризиса в Мексике 1994 г., в Азии 1997 г. и в России 1998 г.

## **1.2. Финансовые кризисы в странах с развивающимися рынками и их отражение в рейтингах (Мексика 1994 г., Юго-Восточная Азия 1997 г., Россия 1998 г.)**

В *Таблице 1* систематизированы и обобщены типовые особенности кризисных явлений последнего десятилетия в странах с развивающимися рынками.

### ***Предкризисная макроэкономическая ситуация***

Как в Мексике, так и в Азии в предкризисный период не наблюдалось никаких негативных тенденций, свидетельствующих о скором наступлении финансового кризиса - основные макропоказатели были крайне благоприятными.

В начале 1990-х годов Латинская Америка представляла собой довольно привлекательный для иностранных инвесторов регион – политически стабильный и с благоприятной ситуацией в экономике. Пришедшие к власти демократические правительства проводили по рецептам МВФ либеральные реформы, благодаря которым странам региона удалось значительно сократить инфляцию (через торможение роста денежной массы и привязку национальной валюты к доллару США) – со 160% в конце 1980-х годов до 10% в 1993 г. (*см. Таблицу 2*), повысить собираемость налогов (посредством снижения налоговых ставок и расширения социальной базы налогообложения) – доходы бюджета в 1993 г. составили 63 млрд. долл., и значительно усилить в экономике позиции частного сектора (в результате либерализации).

Прежде закрытая экономика стран региона быстро интегрировалась в систему мирохозяйственных связей – и все это вместе способствовало созданию здесь благоприятного инвестиционного климата. Дополнительными факторами инвестиционной привлекательности служили относительная дешевизна рабочей силы и масштабные запасы природных ресурсов.

Примечательно, что кризис в Мексике разразился на фоне ее относительно благоприятных макроэкономических показателей и небольшой по мировым меркам величины госдолга (40% ВВП, в том числе 19,5% - по внешнему долгу). И хотя в стране наблюдался достаточно крупный дефицит текущего счета платежного баланса (6,8% ВВП в 1992 г. и 5,8% ВВП в 1993 г.), он считался по своему происхождению неопасным, так как был связан с массовой репатриацией доходов иностранных инвесторов, а не с масштабными государственными заимствованиями.

### Современные финансовые кризисы и их отражение в страновых рейтингах

	Мексиканский кризис 1994 г.	Азиатский кризис 1997 г. (Таиланд, Южная Корея)	Российский кризис 1998 г.
<b>Предкризисная макроситуация</b>	благоприятная	благоприятная	Улучшение макроситуации непосредственно перед кризисом
<b>Спусковой крючок</b>	Массовый отток “горячих денег” под влиянием внешней конъюнктуры	Дефолт частной компании в условиях накопления необеспеченных кредитов	Нехватка текущей ликвидности у государства и банковского сектора
<b>Глубинные факторы уязвимости</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• высокая зависимость от мировых финансовых рынков</li> <li>• предпосылки для недобросовестного поведения: гарантии МВФ для банков-заемщиков</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• высокая зависимость от мировых экспортных и валютных рынков</li> <li>• предпосылки для недобросовестного поведения: госгарантии для банков-кредиторов по сомнительным ссудам</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• высокая зависимость от мировых рынков сырья и финансовых рынков</li> <li>• предпосылки для недобросовестного поведения: индивидуальные льготы и взаимозачеты для предприятий</li> </ul>
<b>Дальнейшее распространение кризисных явлений (эффект эпидемии)</b>			
<i>по вертикали</i> (другие сектора экономики)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Банковский</li> <li>• Валютный</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Валютный</li> <li>• Банковский</li> <li>• Долговой</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Валютный</li> <li>• Банковский</li> <li>• Долговой</li> </ul>
<i>по горизонтали</i> (другие страны и регионы)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Аргентина</li> <li>• Бразилия</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Гонг Конг</li> <li>• Индонезия</li> <li>• Малайзия</li> <li>• Филиппины</li> <li>• Россия</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Бразилия</li> <li>• Гонг Конг</li> <li>• Мексика</li> </ul>
<b>Рейтинги*</b>			
<i>До кризиса</i>	ВВ+ (спекулятивный уровень – обязательства скорее надежны, чем ненадежны)	А (инвестиционный уровень – надежность обязательств выше среднего)	ВВ- (спекулятивный уровень - высокий риск неплатежа)
<i>Во время кризиса</i>	ВВ+ (спекулятивный уровень – обязательства скорее надежны, чем ненадежны)	А (инвестиционный уровень – надежность обязательств выше среднего)	Постепенное падение с ВВ- до ССС
<i>После кризиса</i>	ВВ (спекулятивный уровень – обязательства скорее надежны, чем ненадежны)	А- (инвестиционный уровень – надежность обязательств выше среднего)	ССС- (спекулятивный уровень – обязательства с сомнительной оплатой либо уже неоплачиваемые)

\* Представлены рейтинги агентства “Standard&Poor’s”. По азиатскому варианту рейтинги приведены для Таиланда как эпицентра кризиса

Успешное развитие стран Юго-Восточной Азии началось еще со второй половины 20 века. Так, в 1960-е годы Южная Корея, Тайвань, Гонконг и Сингапур превратились по темпам роста ВВП в мировых лидеров. В 1980-1990-е годы к ним присоединились Индонезия, Малайзия, Таиланд, Китай и Филиппины. Широкое привлечение иностранного капитала и технологий способствовало развитию внешней

торговли в рамках экспортно-ориентированной экономической модели. В 1996 г. темпы роста экономики существенно замедлились, но в целом регион Юго-Восточной Азии фактически оставался четвертым финансово-экономическим полюсом в мире после США, Японии и Европейского Союза. При этом азиатские страны являлись абсолютными лидерами по степени интегрированности их экономик в мировую финансовую систему.

Финансовый кризис в этом регионе в 1997 г. начался с Таиланда и охватил еще четыре страны с формирующимся рынком – Южную Корею, Малайзию, Индонезию и Филиппины. Кроме того, значительно пострадала Япония.

В России предкризисную ситуацию благоприятной назвать практически невозможно. Несмотря на ряд положительных тенденций, российская экономика испытывала существенные проблемы, которые во многом были обусловлены переходом страны от плановой системы к рыночной. Это, несомненно, отражалось в основных макроэкономических показателях.

К середине 1990-х годов правительству удалось достигнуть финансовой стабилизации, основанной на жестком регулировании валютного курса. В результате нее инфляция сократилась, составив 47,6% в 1996 г. и 14,8% в 1997 г. (см. *Таблицу 2*), курс рубля стабилизировался, валютные резервы начали возрастать (11 млрд. долл. в 1996 г. и почти 13 млрд. долл. в 1997 г.). Реальный спрос на деньги и уровень монетизации экономики также увеличились. После падения внутренних процентных ставок в середине 1997 г. до 17-18% годовых иностранные инвесторы стали активно вкладывать как в российские гос. бумаги, так и в реальную сферу, что способствовало замедлению крайне тяжелого экономического спада – падение реального ВВП в 1996 г. составляло 53,3%, а в 1997 г. уже 27,8% (см. *Таблицу 2*).

Вместе с тем, наблюдался и целый ряд негативных явлений и процессов.

Во-первых, повышение реального курса рубля сделало российский экспорт невыгодным, что приблизило угрозу кризиса платежного баланса (сальдо текущего счета к ВВП в 1997 г. стало отрицательным (см. *Таблицу 2*).

Во-вторых, отказ правительства от финансирования бюджетного дефицита на основе эмиссии и переход к более цивилизованным, хотя и по-прежнему инфляционным, формам финансирования - покупке Центральным Банком краткосрочных государственных ценных бумаг – не привели к желаемым положительным результатам (в 1996-97 гг. дефицит бюджета оставался очень крупным - около 7% ВВП) (см. *Таблицу 2*). При этом высокая доходность ГКО способствовала широкому вовлечению банков в операции с ценными бумагами в ущерб кредитованию реального сектора экономики. По этой и ряду других причин реальный сектор накопил

огромный непогашенный долг, втянулся в бартерную торговлю и систему расчетов денежными суррогатами.

В-третьих, для предкризисного периода было характерно явление долларизации экономики, то есть практики активного использования резидентами твердой иностранной валюты (в основном – долларов США) в качестве средства платежа или способа сбережений. Несмотря на обуздание инфляции к середине 1990-х годов и укрепление покупательной способности рубля, интенсивность долларизации не спадала, а масса валютных денег в экономике превышала, по расчетам специалистов, две трети от рублевой (*Смородинская, 1998а, стр.15*). Вероятно, период высокой инфляции сформировал в российском массовом сознании стереотип устойчивого недоверия к национальной валюте.

В-четвертых, специфика механизма первоначального накопления капиталов, происходившего в основном за счет теневого и инфляционного перераспределения бюджетных средств, а также отсутствие на начальном этапе реформ внутренних условий для капиталообразования (обстановка высокой инфляции, глубокого инвестиционного спада, несформированности рынков) предопределили ситуацию, когда часть финансово-инвестиционного потенциала России стала изначально формироваться за ее пределами – в виде массива “убежавших” и осевших за рубежом капиталов. К концу 1997 г. величина этого массива достигла четверти размера ВВП страны и практически сравнялась с объемом внешнего долга.

Сложившаяся ситуация была тем более опасна на фоне огромного инфляционного заряда, который был накоплен на всех уровнях российской экономики в виде запасов непогашенных долгов (у государства, предприятий и банков). Миграция летучих капиталов усиливала этот заряд, усугубляя опасения экономических агентов в отношении возможных платежных кризисов и предстоящей девальвации. В результате риски неплатежей еще более возрастали, а практика вывоза капиталов за рубеж становилась самовоспроизводящимся процессом.

Однако в 1997 г. приток частных капиталов с Запада превысил отток капиталов из России. Этим обстоятельством можно отчасти объяснить относительное экономическое благополучие России в предкризисный период. Огромные прибыли, которые извлекли иностранные инвесторы от вложений в 1996 г. в ГКО, способствовали наступлению в следующем году бума на фондовом рынке. Эксперты международных финансовых корпораций считали российский фондовый рынок в 1997 г. лучшим в мире по доходности.

Бум на фондовом рынке на самом деле лишь воплощал в себе фундаментальные проблемы российской экономики, тревожные симптомы которых появились еще в

середине 1990-х годов. Чрезвычайно высокая доходность по ГКО способствовала взрывному расширению финансового рынка. Щедро расплачиваясь с держателями выходящих в тираж ГКО, государство, однако, отдавало им лишь часть денег, выручаемых от продажи все новых серий. Именно эти признаки - короткие сроки обращения, высокая прибыль при погашении облигаций, средства для которой черпались не из бюджета, а за счет притока все новых и новых покупателей, - придавали операциям по ГКО форму перевернутой пирамиды. В сущности, это была классическая финансовая пирамида, которую строили не частные лица, а государство в лице Министерства финансов.

## Статистические данные по кризисным странам

Таблица 2

Показатели	Ед.измер	Мексика				Таиланд				Южная Корея				Россия			
		1992	1993	1994	1995	1995	1996	1997	1998	1995	1996	1997	1998	1996	1997	1998	1999
Валютный курс	УЕ/Долл.	3,12	3,11	5,33	7,64	25,19	25,61	47,25	36,69	774,7	844,2	1695,0	1204,0	5,56	5,96	20,65	27,00
Номинальный ВВП	Млрд.УЕ	1125,3	1256,2	1420,2	1837,0	4194,6	4689,6	4732,6	4624,4	351975	389813	420987	449509	2200	2343	2630	4823
	Млрд.Долл	360,67	403,92	266,45	240,45	166,52	183,12	100,16	126,04	454,34	461,75	248,37	373,35	395,68	393,12	127,36	178,63
Сальдо текущего счета	Млрд.Долл	-24,4	-23,4	-29,7	-1,58	-13,55	-14,69	-3,02	14,23	-8,51	-23,01	-8,17	40,37	12,06	-0,08	0,22	24,61
Валютные резервы	Млрд.Долл	18,94	25,11	6,28	16,85	35,98	37,73	26,18	28,83	32,68	34,04	20,37	51,97	11,28	12,89	7,80	8,46
Золото	Млрд.Долл	-	-	-	-	0,96	0,91	0,71	0,71	0,03	0,04	0,04	0,07	4,05	4,89	4,42	4,00
Импорт	Млрд.Долл	62,13	65,37	79,35	72,45	63,42	63,88	55,10	36,51	129,08	144,93	141,80	90,50	67,49	71,98	58,01	39,54
Портфельные инвестиции	Млрд.Долл	18,04	28,92	8,18	-9,72	4,08	3,59	4,80	0,16	13,88	21,18	13,31	0,78	9,92	17,80	6,29	-1,88
Общий приток иностр. капитала	Млрд.Долл	22,43	37,36	21,45	9,53	25,53	17,81	8,55	6,94	37,11	48,08	15,13	6,19	12,40	27,14	9,05	3,31
Кредиты частному сектору от нерезидентов	Млрд.Долл	4,92	5,19	3,29	2,93	19,34	11,94	-13,22	-18,01	22,05	25,09	-13,01	-18,52	6,00	15,29	5,00	-1,72
Внешний гос. долг	Млрд.Долл	75,02	78,76	54,09	85,84	12,99	21,24	13,92	22,44	6,36	5,54	11,67	42,93	145,3	167,4	185,7	177,1
Платежи по внешнему гос. долгу	Млрд.Долл	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	11,7	20,4	24,7	21,1
Экспорт	Млрд.Долл	46,2	51,89	60,88	79,54	55,45	54,41	56,65	52,75	124,63	129,97	138,62	132,12	90,57	86,90	74,44	75,55
Доходы фед. бюджета	Млрд.УЕ	180,32	194,81	215,30	280,14	777,29	853,20	847,69	717,78	72087	84272	91979	...	275,00	292,88	286,67	617,34
Краткосрочный долг	Млрд.Долл	9,20	10,75	12,72	16,45	47,70	38,30	28,40	19,50	71,60	93,00	63,60	30,70	...	43,24	0,76	0,18
M2	Млрд.УЕ	295,44	340,34	406,01	534,87	3310,6	3726,7	4340,7	4762,6	153946	178312	203531	258539	357,32	457,18	628,48	984,47
Резервные деньги	Млрд.УЕ	45,54	50,27	60,92	81,27	404,30	458,90	531,40	507,60	29306	25723	22519	20703	164,93	210,45	263,68	439,74
Реальный ВВП	Млрд.УЕ	1232,2	1256,2	1311,7	1230,8	2933,2	3095,0	3081,8	2849,7	387663	410876	423007	394710	4757	3433	3358	4823
Динамика реального ВВП	%	...	1,95	4,41	-6,17	8,83	5,52	-0,43	-7,53	8,30	5,99	2,95	-6,69	-53,33	-27,83	-2,20	43,64
Прирост потребит. цен	%	...	9,83	6,93	34,95	5,82	5,80	5,67	8,05	4,49	4,90	4,48	7,48	47,57	14,77	27,67	85,74
Сальдо бюджета	Млрд.УЕ	15,96	4,16	-9,93	-14,78	134,97	43,30	-15,06	-128,95	1035	431	-5747	...	-147,6	-150,4	-127,0	-56,64
Прямые иностр. инвестиции	Млрд.Долл	4,39	4,39	10,97	9,53	2,07	2,34	3,75	6,78	1,78	2,33	2,84	5,41	2,48	4,86	2,76	3,31
Инвестиции в основной капитал	Млрд.УЕ	220,55	233,18	274,86	296,71	1754,1	1914,2	1598,6	1035,4	128664	143689	147340	132359	450	429	425	694

1. Динамика реального ВВП для Мексики - в ценах 1993 г., для Таиланда - в ценах 1988 г., для Южной Кореи - в ценах 1995 г., для России - в ценах 1999 г.

### *Спусковой крючок кризиса*

На фоне благоприятной макроэкономической ситуации в Мексике в предкризисные годы единственным препятствием для успешного развития была острая нехватка внутренних финансовых накоплений. Однако в условиях глобализации эта проблема легко решалась за счет привлечения ресурсов с мировых финансовых рынков. В 1991-94 гг. страны региона установили более высокие, чем в развитых странах, процентные ставки, что в условиях фиксированного валютного курса способствовало активному притоку на континент иностранных инвестиций (9% ВВП в 1993 г., что составляло примерно 1/5 общего притока иностранных капиталов в развивающиеся страны). В результате валютные резервы выросли до 25 млрд. долл. в 1993 г., курс национальной валюты укрепился и достиг 3,11 песо за доллар в 1993 г., а дефицит текущего счета платежного баланса возрос до 6-7% ВВП в 1992-1993 г.). Вместе с тем, возникла опасность, что *массовый наплыв в Латинскую Америку “горячих денег” может однажды обрушить ее финансовые рынки*. Это и произошло в Мексике в 1994 г, став спусковым крючком мексиканского кризиса.

Несмотря на то, что массовый отток “горячих денег” также был характерен и для азиатских стран, являясь фактически одним из главных факторов разворачивания кризиса, спусковым крючком послужило *невыполнение обязательств по обслуживанию долга частной компанией*. Это спровоцировало падение акций данной компании и курсов большинства акций на фондовом рынке, сброс активов, рост предложения национальной валюты и спроса на иностранную валюту, девальвацию национальной валюты, рост курсов акций на фондовых биржах соседних стран и перетекание капиталов в соседние страны. Такая последовательность событий была свойственна всем подвергшимся кризису азиатским странам, так как корпоративный сектор каждой из них имел чрезвычайно уязвимую финансовую структуру – беспрецедентно высокий уровень задолженности в сравнении с величиной собственно капитала и высокий уровень краткосрочных внешних заимствований в структуре задолженности. По данным Мирового Банка, ситуация выглядела критической (см. *Таблицу 3*).

**Критические соотношения в условиях азиатского кризиса, 1996 г.**

Страна	Соотношение заемных и собственных средств в корпоративном секторе, %	Отношение краткосрочного внешнего долга к валютным резервам страны, %
Индонезия	310	177
Южная Корея	518	193
Малайзия	150	41
Филиппины	160	80
Таиланд	250	100

Источник: данные Мирового Банка

Dornbush R. (2001) "A primer on emerging market crises". Working paper №8326. National Bureau of Economic Research, Cambridge, June 2001

Развертыванию кризиса содействовала серия спекулятивных атак на рубль - в ноябре 1997 г., в феврале и мае 1998 г. Тем не менее, спусковым крючком для лавинообразного падения в августе всех сегментов российского финансового рынка послужили не столько эти атаки, сколько *образовавшаяся у коммерческих банков нехватка текущей ликвидности.*

В 1997 г. российский банковский сектор оказался широко вовлечен в чрезмерные и рискованные инвалютные заимствования за рубежом, которые позволяли финансировать спекулятивные вложения в ГКО. Кроме того, в порядке страхования иностранных инвесторов, вкладывавших средства в ГКО-ОФЗ, комбанки одновременно шли на массовое заключение с ними высокоприбыльных форвардных контрактов, что еще больше расширяло их открытые валютные позиций под риском. Все это, наряду с нарастающим в 1998 г. давлением на рубль, обернулось в конечном счете *системным кризисом неплатежеспособности российских банков и параличом российской платежной системы.*

Катастрофическая нехватка ликвидности наблюдалась и у государства. Хронический кризис государственных финансов, начавшийся еще в конце 1980-х годов, к 1996 г. перешел в фазу обострения. Сохранявшийся в условиях ограничения денежного предложения первичный дефицит бюджета усиливал экспансию внутреннего долга и ускорял рост бюджетных расходов по его обслуживанию.

### *Экономическая уязвимость стран в кризисный период: анализ соотношений*

Рассмотрим экономическую уязвимость Мексики, стран ЮВА (Таиланд, Южная Корея) и России в кризисные периоды, обратившись к расчетной *таблице 4*.

#### *1. Состояние текущего счета платежного баланса*

Для Мексики и Таиланда был характерен наиболее высокий дефицит: около 8% в Мексике в среднем с 1992 г. по 1994 г. и 9,6% в Таиланде в среднем с 1995 г. по 1997 г. В частности, в Мексике он был вызван замедлением роста экспорта при одновременном ускорении роста импорта (соотношение импорта с величиной ВВП выросло с 1993 г. по 1994 г. вдвое – с 16% до почти 30%). Это было вызвано тем, что режим фиксированного валютного курса препятствовал снижению номинального курса песо в соответствии с темпами инфляции, так что реальный курс песо по отношению к доллару оказался искусственно завышенным. Это стало сдерживать растущий экспорт и стимулировать импорт, вытесняя местных производителей с внутреннего рынка давлением конкурентного импорта и мощных ТНК.

В Южной Корее дефицит текущего счета платежного баланса был меньше (в среднем за 3 года) и, в отличие от Мексики, был связан не с ростом импорта, а с сокращением ВВП в кризисный период (отношение импорта к ВВП с 1996 г. по 1997 г. выросло более чем на 20%).

В России кризиса платежного баланса практически не наблюдалось (величина текущего счета была положительной), что отчасти объяснялось однонаправленной понижательной и примерно одинаковой динамикой как импорта, так и экспорта. В то же время соотношение импорта с ВВП с 1997 г. по 1998 г. выросло в 2,5 раза, что было связано с трехкратным падением ВВП.

## Экономическая уязвимость стран в кризисный период: анализ соотношений

Таблица 4

Показатели		Ед.измер	Мексика			Таиланд			Южная Корея			Россия				
			1992	1993	1994	1995	1996	1997	1995	1996	1997	1996	1997	1998		
<b>Состояние платежного баланса и внешних расчетов</b>																
1	Дефицит текущего счета к ВВП	%	-6,77	-5,79	-11,15	-8,14	-8,02	-3,02	-1,87	-4,98	-3,29	3,05	-0,02	0,17		
2	Отношение ЗВР к среднемесячному импорту	число мес.	3,66	4,61	0,95	-6,99	-7,26	-5,86	-3,04	-2,82	-1,73	-2,73	-2,96	-2,53		
3	Импорт к ВВП	%	17,23	16,18	29,78	38,09	34,88	55,01	28,41	31,39	24,24	17,06	18,31	45,55		
4	Доля портфельных инвестиций в притоке иностранных капиталов	%	80,43	77,41	38,14	15,98	20,16	56,14	37,40	44,05	87,97	80,00	65,59	69,50		
5	Доля кредитов частному сектору в притоке иностранных капиталов	%	21,93	13,89	15,34	75,75	67,04	...	59,42	52,18	...	48,39	56,34	55,25		
<b>Состояние внешней задолженности</b>																
1	Внешний гос. долг к ВВП	%	20,8	19,5	20,30	7,8	11,6	13,90	1,4	1,2	4,70	36,72	42,58	145,81		
2	Коэффициенты обслуживания долга:	%														
			платежи к ВВП	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	2,96	5,19	19,39
			платежи к экспорту	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	12,92	23,48	33,18
			платежи к доходам бюджета	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	23,66	41,51	177,92
<b>Состояние ликвидности</b>																
1	Краткосрочный долг к:	%														
			ВВП	2,55	2,66	4,78	28,65	20,92	28,35	15,76	20,14	25,61	...	11,00	0,60	
			ЗВР	48,6	42,8	202,60	129,13	99,12	105,62	218,87	272,92	311,63	...	243,21	6,25	
	экспорту	%	19,92	20,71	20,90	86,02	70,39	50,13	57,45	71,55	45,88	...	49,76	1,03		
2	Прирост денежного агрегата М2	%	...	15,20	19,30	17,01	12,57	16,48	15,59	15,83	14,14	29,57	27,95	37,47		
3	Годовой прирост резервных денег	%	...	10,39	21,19	22,55	13,50	15,80	16,28	-12,23	-12,46	27,26	27,60	25,29		
<b>Устойчивость экономического роста</b>																
1	Динамика реального ВВП	%	...	1,95	4,41	8,83	5,52	-0,43	8,30	5,99	2,95	-53,33	-27,83	-2,20		
2	Прирост потребительских цен	%	...	9,83	6,93	5,82	5,80	5,67	4,49	4,90	4,48	47,57	14,77	27,67		
3	Сальдо бюджета к ВВП	%	1,42	0,33	-0,70	3,22	0,92	-0,32	0,29	0,11	-1,37	-6,71	-6,42	-4,83		
4	Приток прямых иностранных инвестиций к ВВП	%	1,22	1,09	4,12	1,24	1,28	3,74	0,39	0,50	1,14	0,63	1,24	2,17		
5	Инвестиции в основной капитал к ВВП	%	19,60	18,56	19,35	41,82	40,82	33,78	36,55	36,86	35,00	20,45	18,31	16,16		

Примечания:

1. Для Мексики использован показатель валютных резервов (без учета золота)
2. Динамика реального ВВП для Мексики - в ценах 1993 г., для Таиланда - в ценах 1988 г., для Южной Кореи - в ценах 1995 г., для России - в ценах 1999 г.
3. Для Мексики, Таиланда и Южной Кореи краткосрочный долг - внешний, для России - внутренний

Рассчитано по: данные Международного Валютного Фонда

## *2. Состояние внешних расчетов (валютное покрытие импорта)*

С точки зрения покрытия импорта валютными резервами благоприятной ситуацию можно назвать лишь в Таиланде: при небольшом сокращении валютных резервов в кризисный период отношение золотовалютных резервов к среднемесячному импорту несколько упало, оставаясь, однако, достаточно крупным. В Южной Корее оно опустилось ниже критического порогового значения в 3 месяца.

В Мексике в кризисный период валютные резервы сократились в 4 раза (с 25,1 млрд долл. в 1993 г. до 6,3 млрд. долл. в 1994 г.). Поэтому при росте импорта отношение золотовалютных резервов к среднемесячному импорту упало почти в 5 раз, составив меньше одного месяца покрытия импорта валютными резервами (с 4,61 месяцев покрытия в 1993 г. до 0,95 месяцев в 1994 г.).

В России валютные резервы снизились не очень значительно - даже меньше, чем в Азии. Но в целом отношение ЗВР к импорту стабильно балансировало на опасной отметке в 3 месяца.

## *3. Проблема притока-оттока “горячих денег”*

Для всех стран было характерно накопление крупного краткосрочного долга перед нерезидентами. В Мексике это было связано с притекающим в страну иностранным капиталом, принявшим, главным образом, форму портфельных инвестиций (80,4% в 1992 г. и 77,4% в 1993 г.), нацеленных на быстрое извлечение прибылей (*profit-seeking capital*). Особенно привлекательными для иностранных инвесторов оказались долговые обязательства мексиканского правительства, по которым предоставлялась долларовая гарантия (*Tesobonos*), и, следовательно, в условиях фиксированного валютного курса их покупка не несла совершенно никакого валютного риска. В кризисный 1994 год приток “горячих денег” сменился их резким оттоком - доля портфельных инвестиций в общем притоке иностранных инвестиций упала вдвое (с 77,4% в 1993 г. до 38,1% в 1994 г.).

В отличие от Мексики, в странах ЮВА накопление крупного краткосрочного долга происходило в основном за счет массовых кредитных заимствований частного сектора (в условиях финансовой либерализации). Иностранные инвесторы на протяжении долгого времени закачивали в экономику Таиланда льготные краткосрочные кредиты (по низким процентным ставкам), даже невзирая на огромный дефицит текущего счета платежного баланса, который в условиях фиксированного курса бата не вызывал у них опасений. Приток стимулировался высокими процентными ставками и установленными режимами валютного курса (фиксированный или “регулируемого плавания”), которые гарантировали инвесторам высокие прибыли

в свободно конвертируемой валюте и делали финансовые рынки азиатских стран выгодной сферой вложения капитала. Доля кредитов частному сектору в притоке иностранных капиталов составила в 1996 г. 67%.

В Южной Корее доля кредитов частному сектору в общем притоке иностранного капитала была чуть меньше, но фактически столь же весомая - 52% в 1996 г. Вместе с тем, в Южной Корее наблюдались и высокие значения притекающих портфельных инвестиций – 44% от общего притока иностранных капиталов в 1996 г. После либерализации в стране банковской сферы в начале 1990-х годов группа небольших инвестиционных банков стала наращивать краткосрочные инвалютные заимствования и вкладывать эти средства в активы, деноминированные в национальной валюте, а также в высокорисковые иностранные ценные бумаги типа российских бондов. Приток в азиатские экономики “горячих денег” также сменился их резким оттоком в 1997 г.

В России крупный краткосрочный долг перед нерезидентами накапливался как за счет портфельных инвестиций (65,6% от общего притока иностранных инвестиций в 1997 г.), так и за счет кредитов частному сектору (56,3% в 1997 г.). Аналогично мексиканскому и азиатскому кризисам, для российского варианта было характерно массовое изъятие из экономики “горячих денег”.

#### 4. *Состояние внешней задолженности*<sup>5</sup>

Накопление значительного краткосрочного долга привело к стремительному росту стоимости его обслуживания. Российская ситуация носила парадоксальный характер - в том отношении, что долговой кризис протекал на фоне вполне приемлемого по мировым меркам уровня российской задолженности в объеме ВВП – около 40% в 1997 г. Вся проблема заключалась в том, что методичное наращивание долга было заложено в основу российской бюджетной политики (в ежегодно утверждаемом бюджете доходы всегда оказывались меньше расходов). В результате каждый новый кредитор начинал опасаться, что он окажется последним из тех, кто дал России в долг, и, следовательно, не сможет получить свои средства назад.

В такой ситуации разразился *кризис доверия*. *Иностранные инвесторы* отказывались давать в долг, поскольку сомневались в его оплате. Кредиторы закладывались на риск и ссужаемые ими средства становились дороже. *Российские инвесторы* демонстрировали свое недоверие тем, что все более активно скупали валюту. *Население*, у которого государство брало в долг через невыданную заработную плату и задержки с пенсиями, демонстрировало свое недоверие тем, что проводило

---

<sup>5</sup> Рассмотрено только на опыте России ввиду отсутствия доступных данных по другим странам.

забастовки. Начал раскручиваться *самовозбуждающийся процесс*: иностранные инвесторы понимали, что ни население, ни российские банки в долг уже не дают, а российские банки, в свою очередь, ориентировались на иностранных инвесторов, поднимающих котировки.

Иностранные инвесторы начали выводить средства из российских долговых инструментов или требовать повышения их цены, что резко подняло доходность ГКО (в мае 1998 г.) и затраты на обслуживание внутреннего долга. Займы, взятые на короткий период, приходилось гасить все чаще и чаще. В конечном счете России пришлось прибегнуть к практике заимствований под любой процент, что неуклонно повышало ее зависимость от кредиторов. В июне 1998 г. в силу серии неудач с размещением новых тиражей госбумаг Минфин был вынужден перейти к погашению ранее выпущенных обязательств уже не за счет дополнительных бюджетных поступлений, а непосредственно из расходной части бюджета, а затем – за счет расширения внешних заимствований (размещение евробондов и получение займов у МВФ). Тем самым, Россия втянулась в тяжелый долговой кризис уже и по внешним обязательствам. Платежи по обслуживанию внешнего долга превысили в кризисный 1998 год доходы бюджета почти вдвое, составив 177,9%.

##### 5. *Состояние ликвидности (на случай оттока “горячих денег”)*

Состояние ликвидности характеризуется, в частности, тремя соотношениями – краткосрочный долг, взятый к ВВП, к золотовалютным резервам и к экспорту. Они служат для выявления нехватки валютных запасов для поддержания курса национальной валюты в случае массового оттока “горячих денег”.

В Мексике отношение краткосрочного долга к золотовалютным резервам увеличилось в четыре раза (с 42,8% в 1993 г. до 202,6% в кризисный 1994 год) в связи с накоплением краткосрочного долга при четырехкратном сокращении валютных резервов. Это было спровоцировано двумя событиями – неблагоприятной политической ситуацией внутри страны и подъемом процентных ставок в США, произошедших при растущих ожиданиях девальвации песо в условиях наплыва в экономику “горячих денег”. В результате иностранные и местные инвесторы резко сменили свои предпочтения и начали массовый сброс активов, предъявляя их банкам для обналичивания. Это резко повысило спрос на денежную наличность и вызвало банковскую панику (в том числе вследствие набега вкладчиков), вынуждая Центральный Банк расширить кредитование банковского сектора для предотвращения волны банкротств. Одновременно нерезиденты прибегли к массовому обмену в

Центральном Банке обналиченных песо на доллары, что в условиях фиксированного курса песо привело к стремительному сокращению валютных резервов.

В Южной Корее также имел место резкий взлет отношения краткосрочного долга к валютным резервам - к концу 1997 г. величина краткосрочных инвалютных обязательств втрое превысила валютные резервы. Нехватка ликвидности возникла в условиях режима “регулируемого плавания” валютного курса - из-за накопления частными банками чрезмерной краткосрочной задолженности, главным образом со сроками погашения менее одного года.

Если иностранные кредиторы доверяют стране-заемщику и ее валюте, они могут пролонгировать краткосрочные ссуды или продлить сроки их погашения. Но если большинство кредиторов опасаются неплатежей – в свете того, что остальные кредиторы данной страны могут прервать ее финансирование, страна-заемщик будет вынуждена объявить дефолт (или прибегнуть к реструктуризации долга) и провести девальвацию с целью расширения экспортных поступлений и ускорения долговых выплат.

Однако иностранные инвесторы, обеспокоенные недавним крушением тайского бата, сконцентрировались на проблеме структурной разбалансированности южно-корейских финансов по параметру срочности, свернули дальнейшее кредитование страны и стали спешно сбрасывать местные активы. Таким образом, Южная Корея столкнулась с кризисом платежного баланса, связанным со структурным несоответствием его активов и пассивов по срокам погашения (*balance-sheet crisis*).

В отличие от Мексики и Южной Кореи, в Таиланде столь резкой динамики отношения краткосрочного долга к валютным резервам не наблюдалось. Тем не менее, валютные резервы сокращались достаточно серьезно. В 1997 г., когда кредиты частному сектору от нерезидентов, превышающие в предкризисный период половину, а то и три четверти всего притока иностранных капиталов, стали возрастать еще больше, а краткосрочный долг составил больше четверти от величины ВВП, опасения иностранных кредиторов перед ростом неплатежей взяли вверх. Финансирование дефицита текущего счета за счет притока иностранных кредитов было прервано, и бат стал стремительно обесцениваться под влиянием массового сброса активов и спекулятивной игры на разнице курсов. Попытка властей удержать курс на установленном уровне обернулась лишь истощением золотовалютных резервов: падение бата прекратилось лишь тогда, когда он обесценился вдвое – до 50 бат за доллар.

В России происходило чрезвычайно стремительное падение краткосрочного долга - с 42,2% в 1997 г. до почти нуля в 1998 г. Это было связано, главным образом, с беспрецедентной по масштабам девальвацией (четырёхкратное обесценение рубля) на фоне семи валютных кризисов, зафиксированных в 1990-е годы в странах с переходной экономикой, и дефолтом. Это отразилось в обвальном сокращении отношения краткосрочного долга к ВВП с 11% в 1997 г. до почти нуля в 1998 г. Вместе с тем, девальвация в России не сопровождалась истощением валютных резервов для поддержания курса национальной валюты, в отличие от Мексики и в целом Азии. Стремительное сокращение краткосрочного долга на фоне относительно стабильных валютных резервов отразилось в обвальном падении отношения краткосрочного долга к золотовалютным резервам с 243,2% в 1997 г. до 6,25% в 1998 г. Кроме того, сокращение краткосрочного долга превысило по масштабам уменьшение экспорта, что вылилось в не менее резкое падение отношения краткосрочного долга к экспорту - с 49,76% в 1997 г. до 1,03% в 1998 г.

*б. Состояние внутренней ликвидности: валютное покрытие денежной массы*

Для анализа состояния внутренней ликвидности в экономической литературе используется соотношение темпа прироста денежного агрегата М2 с годовым темпом прироста резервных денег<sup>6</sup>, отражающее степень валютного покрытия денежной массы.

В Мексике ситуация была довольно благоприятной, также как и в Таиланде, где рассматриваемые годовые темпы прироста были фактически одинаковыми (16,48% и 15,8% в 1997 г. соответственно).

Южная Корея, напротив, испытывала катастрофическую нехватку текущей ликвидности для немедленной оплаты внешних обязательств – при положительных темпах прироста М2 в 1997 г. наблюдались отрицательные темпы прироста резервных денег.

В России в кризисный 1998 год также существовала крупная нехватка ликвидности, но далеко не столь острая, как в Южной Корее – годовой прирост резервных денег составил 25,3% на фоне прироста денежного агрегата М2 в 37,5%.

---

<sup>6</sup> Показатель “резервные деньги” (*high power money*) является общепризнанной мерой количества свободных денег в экономике и, как правило, включает в себя все денежные обязательства Центрального банка страны (наличные деньги, средства бюджетов и внебюджетных фондов, банков и предприятий в Центральном банке страны, в том числе депозиты и обязательные резервы, средства в расчетах). Публикуемый Банком России показатель “резервные деньги” не включает в себя средства на счетах бюджета и внебюджетных фондов в Банке России и средства в расчетах. “Резервные деньги” имеют почти одинаковую ликвидность с золотовалютными резервами (*Детинич, 2001*).

### *7. Устойчивость экономического роста*

Устойчивость экономического роста характеризуется, в частности, тремя показателями – инфляцией, сальдо бюджета к ВВП и уровнем производственного накопления.

В России к середине 1990-х годов инфляция была поставлена под контроль на уровне 15%. Однако успехи финансовой стабилизации были нарушены в дальнейшем масштабной девальвацией рубля: с 1997 г. цены выросли вдвое. Предкризисная Мексика характеризовалась менее высокими темпами роста цен, чем Россия, но достаточно высокими по мировым меркам – около 10% в 1993 г. А после девальвации песо цены подскочили в 5 раз – еще выше, чем в России. В странах Азии индекс потребительских цен держался на стабильном и приемлемом по мировым меркам уровне – 4,5% в Южной Корее и около 6% в Таиланде (при высоких темпах роста до 8,5%). Это в целом свидетельствовало об устойчивости экономического роста.

Что касается сальдо бюджета, то в предкризисный период всем странам, кроме России, было свойственно маленькое превышение бюджетных доходов над расходами. Россия же столкнулась с крупнейшим бюджетным дефицитом – в среднем 6% ВВП.

Инвестиции в основной капитал в России были низкими – 18-20% ВВП, что было связано с глубочайшим трансформационным спадом. В отличие от России, Мексика имела положительные темпы роста. Широкий приток в экономику иностранных капиталов обеспечивал устойчивый уровень производственных инвестиций. Однако доля инвестиций по отношению к ВВП была по мировым меркам низкой – менее 20%. Это объяснялось тем, что притекающий капитал направлялся в основном на потребление, а не на производственное накопление, что свидетельствовало о глубоких структурных перекосах и неустойчивости экономического роста. Страны Азии, напротив, имели очень высокую норму производственного накопления – свыше 40% в Таиланде и около 40% в Южной Корее. Вместе с тем, даже здесь наблюдались признаки неустойчивости экономического роста. Мощность притока иностранных капиталов была столь велика, что создала нагрузку на национальные банковские системы и обострила проблему производительного размещения инвестиций.

### ***Глубинные факторы уязвимости***

Для всех кризисных стран были характерны такие глубинные факторы уязвимости, как высокая финансовая зависимость от мировых рынков и создание условий для недобросовестной конкуренции.

#### ***1. Высокая зависимость от мировых рынков***

Во всех кризисных странах широкий приток капитала с международного финансового рынка, обусловленный в том числе конъюнктурными факторами, содержал спекулятивную компоненту, что создавало определенные проблемы для финансовой системы и обуславливало возрастание рисков, связанных с высокой подвижностью спекулятивного капитала.

В **Мексике** высокая зависимость от мировых рынков проявилась в изменении ситуации на мировом финансовом рынке. Подъем процентных ставок в США стал одной из основных причин изменения предпочтений иностранных инвесторов и смены широкого притока капиталов его существенным оттоком. Кроме того, наращивание внешних обязательств в определенной степени увеличивало зависимость мексиканских заемщиков от колебаний конъюнктуры мирового финансового рынка и, соответственно, приводило к росту курсового и процентного рисков. Вместе с тем, именно значимость курсового и процентного рисков оказывают определяющее влияние на масштабы и направления глобальных инвестиционных потоков и, тем самым, на темпы роста национальной экономики и финансовую стабильность страны.

В странах **Азии** высокая зависимость от мировых рынков проявилась, главным образом, в изменении ситуации на мировом торговом рынке. Резкий обвал курса доллара США по отношению к японской иене в 1994 г. и начале 1995 г. принес рассматриваемым странам ЮВА дополнительные экспортные выигрыши, так как их привязанные к доллару валюты также обесценились. Но к середине 1995 г., когда курс доллара вновь укрепился, а японская иена продолжала падать, эти страны ЮВА стали терять прежние конкурентные преимущества. Неблагоприятные ожидания по поводу неизбежного ухудшения их экспортных позиций повлекли за собой и скептические ожидания в отношении перспектив их будущего развития в целом. При этом появление таких гигантов-экспортеров, как Индия и Китай, поставляющих продукцию по низким ценам, привело к дополнительному снижению конкурентоспособности стран ЮВА. Кроме того, свою отрицательную роль сыграло заключение североамериканского соглашения о свободной торговле между США, Канадой и Мексикой в 1994 г. Сокращение экспорта и скептические ожидания инвесторов привели к свертыванию иностранных кредитов, необходимых для покрытия нарастающего дефицита текущего

счета платежного баланса (Таиланд) или для поддержания текущей ликвидности (Южная Корея). Это, в свою очередь, оказало давление на курсы национальных валют. Инвесторы начали терпеть убытки и уводить свои активы с азиатских рынков.

**Россия**, в связи с преимущественно сырьевой ориентацией экономики, сохраняла крайне высокую зависимость от конъюнктуры мировых рынков энергоносителей. Падение мировых цен на нефть могло создать критическую ситуацию в сфере движения капитала, а также обслуживания внешней задолженности частным сектором. Это и произошло в первой половине 1998 г., когда в результате снижения мировых цен на нефть краткосрочные ставки процента выросли более, чем на 100%, выручка от экспорта сильно сократилась, а неплатежи распространились еще больше.

## *2. Создание условий для недобросовестной конкуренции*

Как в **Мексике**, так и в **Азии** создание условий для недобросовестной конкуренции подразумевало недобросовестное поведение банков в ожидании правительственных гарантий. В Мексике недобросовестное поведение банков было связано со слабостью как самого банковского сектора, так и механизмов надзора, и проявилось в ожидании мексиканскими банками гарантий со стороны МВФ по выданному им огромному кредиту для погашения долговых обязательств Tesobonos. Этот прецедент стал для многих стран-заемщиков сигналом о возможности получения гарантированной внешней помощи даже при накоплении крупных неоплаченных долгов.

Так, в условиях явных и неявных гарантий банки азиатских стран накапливали взаимные многократные и многоступенчатые задолженности. Кроме того, банки кредитовали в первую очередь те фирмы, собственники которых имели влиятельные личные связи. Это мешало эффективному выполнению банками посреднической функции и повышало кризисную уязвимость частного сектора.

В **России** в середине 1990-х годов, в условиях трансформационного спада и “денежного голода”, многие предприятия, оказавшиеся неплатежеспособными при рыночных ценах, а также многие депрессивные регионы покрывали свои дефициты с помощью необеспеченных заимствований и эмиссии денежных суррогатов, представляющих собой различные формы взаимозачетов и налоговых освобождений. Рост неплатежей и взаимозачетов (как между регионами, так и между предприятиями) фактически служил массовым способом скрытого снижения цен и налогового бремени. Кроме того, присутствие явных и неявных нарантий банковской системе со стороны государства (фиксированный курс рубля, выделение особой категории

“системообразующих” банков) позволило банкам игнорировать многие кредитные и валютные риски, что также способствовало развитию недобросовестной конкуренции.

### **Эффект “эпидемии”**

Эффект “эпидемии” является одной из ключевых типовых особенностей так называемых “кризисов XXI века”, под которыми в научной литературе понимают кризисы, характерные для эпохи глобализации. Выделяется два вида эффекта “эпидемии” – эффект “эпидемии” по вертикали и по горизонтали (*World Economic Outlook, December 2001*).

Эффект “эпидемии” по вертикали обозначает комплексный характер финансового кризиса, состоящий в том, что валютные, банковские и долговые шоки переплетаются в разных сочетаниях, причем ни одна из этих кризисных компонент не является однозначно доминирующей.

Под эффектом “эпидемии” по горизонтали (*contagion effect*) понимают распространение финансового кризиса в той или иной стране на другие страны, регионы и даже на все мировое хозяйство (*Eichengreen, Rose, Wyplosz, 1996*). Характерным проявлением “эпидемии” выступают сильные однонаправленные колебания цен или доходности финансовых активов в разных странах, не связанные с видимым изменением макроэкономических показателей этих стран. Такие однонаправленные колебания, охватывающие, одновременно несколько стран, могут возникать как следствие активной межстрановой торговли, тесных финансовых связей между этими странами или “стадного” поведения рыночных агентов. В случае, если наблюдаемая в разных странах однонаправленная ценовая динамика финансовых активов порождается изменением неких общих фундаментальных показателей, таких как, например, ставки процента на мировом рынке или цены на нефть, то она не будет считаться эффектом “эпидемии” (*World Economic Outlook, December 2001*).

### **Эффект “эпидемии” (по вертикали)**

По мере интеграции финансовых рынков разделение между тремя кризисными компонентами становится все более смазанным. Так, во время финансового кризиса в Мексике в 1994 г. преобладали валютный и банковский кризисные компоненты, а в Юго-Восточной Азии в 1997 г. и в России в 1998 г. валютный, банковский и долговой элементы присутствовали в экономике практически одновременно, быстро сменяя друг друга.

### **Эффект “эпидемии” (по горизонтали)**

Каналы распространения эффектов “эпидемии”, вызванных мексиканским, азиатским и российским финансовыми кризисами, представлены в *Таблице 5*.

Таблица 5

## Распространение эффекта кризисной “эпидемии” в странах с развивающимися рынками

Кризисные эпизоды	Доминирующие компоненты кризиса	Каналы распространения “заражения”				
		Двусторонние торговые связи с “инфицированной” страной	Торговые связи с общим третьим партнером	Наличие общего банка-кредитора	Степень рыночной ликвидности*	Глобальное падение интереса к инвестициям в высокорисковые активы**
<b>Мексика, 1994-1995 гг.</b> (валютный, банковский)						
Аргентина	Банковский	---	Слабые	Имеется	Низкая степень	Умеренное падение в январе 1995 г.
Бразилия	Банковский	---	Слабые	Имеется	Высокая степень	
<b>Таиланд, 1997</b> (валютный, банковский, долговой)						
Гонг Конг	Валютный, банковский	---	Слабые	---	Высокая степень	Небольшое падение в мае 1997 г.
Индонезия	Валютный, банковский, долговой	---	Слабые	Имеется	Низкая степень	
Малайзия	Валютный, банковский	Слабые	Тесные	Имеется	Умеренная степень	
Филиппины	Валютный, банковский	Слабые	Умеренные	---	Низкая степень	
Южная Корея	Валютный, банковский, долговой	---	Умеренные	Имеется	Умеренная степень	
<b>Россия, 1998</b> (валютный, банковский, долговой)						
Бразилия	Валютный	---	---	---	Высокая степень	Значительное падение в августе и сентябре 1998 г.
Гонг Конг	Валютный	---	---	---	Высокая степень	
Мексика	Валютный	---	---	---	Умеренная/ Высокая степень	

\* Степень присутствия на финансовом рынке данной группы стран, то есть наличие в инвестиционном портфеле обязательств стран с формирующимися рынками. Чем выше степень участия, тем выше риск.

\*\* Имеется в виду “стадное” падение доверия мирового инвестиционного сообщества к любым активам, которые эмитируются внутри группы стран с формирующимися рынками.

Составлено по: Hemming, Kell, Schimmelpfennig “Fiscal vulnerabilities and financial crises in emerging market economies”. IMF, Washington DC, 2003

IMF. World Economic Outlook. “The global economy after September 11”. December 2001

Из таблицы видно, что в этих кризисных эпизодах роль межстрановых торговых связей в передаче эффекта “заражения” (как двусторонних связей с “инфицированной” страной, так и связей с общим третьим партнером) была небольшой. Более существенным каналом распространения “эпидемии” оказались межстрановые связи через финансовые рынки. Так, Мексика, хотя сама и быстро вышла из кризиса, вернув в кратчайшие сроки США 20 млрд. долл. кредита, спровоцировала кризисную ситуацию в 1995 г. в соседних латиноамериканских странах – т.н. “эффект текилы” (расползания кризиса по региону). Причем пострадавшие страны – Аргентина и Бразилия – оправлялись от последствий шоков гораздо дольше, чем сама Мексика. В частности, аргентинская экономика оказалась особенно уязвимой к “эффекту текилы” – по причине высокой зависимости от притока иностранного капитала, негибкости установленного валютного курса и слабостей финансовой системы. Влияние мексиканских событий распространилось на Аргентину по трем каналам: из-за наличия у обеих стран общих банков-кредиторов в США, из-за высокой доли стремительно обесценивающихся мексиканских активов в инвестиционных портфелях аргентинских компаний, а также из-за психологического падения доверия мировых инвесторов к любым долговым обязательствам, эмитируемым внутри группы стран с формирующимися рынками.

В передаче эффекта “эпидемии” от азиатского кризиса, дошедшего в том числе и до России, важнейшую роль сыграл третий фактор - наличие общего банка-кредитора<sup>7</sup>. Распространение же эпидемических эффектов от российского кризиса 1998 г. шло, в основном, через массовый сброс активов стран с формирующимися рынками, то есть через падение интереса мировых инвесторов к высокорискованным вложениям в ценные бумаги этой группы стран.

***Отражение финансовых кризисов в рейтингах агентства “Standard&Poor’s” и аналитической службы журнала “Euromoney”***

Рассмотрим, какие рейтинги присваивались агентством “Standard&Poor’s” и аналитической службой журнала “Euromoney” кризисным странам, и оценим, в какой степени зародившиеся в предкризисный период негативные тенденции удалось уловить.

<sup>7</sup> Для выявления кластеров общих банков-кредиторов используются данные Банка Международных Расчетов (Bank of International Settlements). Механизм рассмотрен в работе Kaminsky G., Reinhart C. “On crises, contagion and confusion”, 2000.

*Отражение мексиканского кризиса в рейтингах агентства “Standard&Poor’s”*

Как упоминалось выше, агентство “Standard&Poor’s” оценивает страновой риск прежде всего с помощью суверенного кредитного рейтинга. Динамика этого рейтинга в отношении долгосрочных инвалютных обязательств Мексики представлена нами в *Таблице 6* и на диаграмме (*рис. 1*).<sup>8</sup>

Как видно из приведенных данных, вплоть до декабря 1994 г. надежность долговых обязательств правительства в иностранной валюте оставалась неизменной на уровне В+. После того, как 20 декабря 1994 г. девальвация мексиканского песо обрушила мировые финансовые рынки, рейтинг “Standard&Poor’s” упал 22 декабря того же года всего лишь на один пункт ниже инвестиционного уровня, причем с перспективой положительной динамики на будущее.

**Таблица 6**

**Динамика рейтингов S&P по внешним обязательствам Мексики**

Дата изменения	Рейтинг по долгосрочным инвалютным обязательствам
07.02.02-наст. вр.	BBB-
10.03.00-06.02.02	BB+
02.09.99-09.03.00	BB
02.10.98-01.09.99	BB
02.09.97-01.10.98	BB
03.09.96-01.09.97	BB
22.03.95-02.09.96	BB
10.02.95-21.03.95	BB
23.12.94-09.02.95	BB+
18.11.93-22.12.94	BB+
03.11.92-17.11.93	BB+
30.07.92-02.11.92	BB+

**Рис. 1**



*Составлено по: Ratings Direct*

Тот факт, что рейтинговое агентство Standard&Poor’s не уловило никаких негативных тенденций до явного проявления мексиканского кризиса, сделало очевидным в глазах инвесторов, что рейтинги только реагируют на события, а не предупреждают их (*Larrain, Guillermo, Helmut Reisen, and Julia von Maltzan, 1997, p.7*). В связи с этим надежность рейтинговых оценок агентств была поставлена под вопрос.

<sup>8</sup> Перевод буквенной рейтинговой символики “Standard&Poor’s” в цифровые аналоги произведен путем линейного сопоставления каждой категории на рейтинговой шкале числам от 1 до 21.

AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC+	CCC	CCC-	C	D
21	20	19	18	17	16	15	14	13	12	11	10	9	8	7	6	5	4	3	2	1

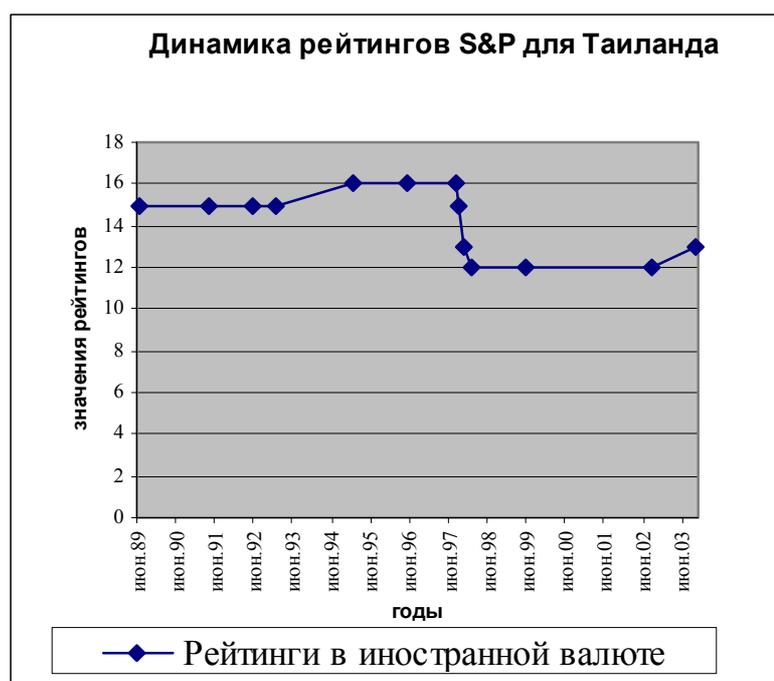
*Отражение азиатского кризиса в рейтингах агентства “Standard&Poor’s” (Таиланд)*

Динамика рейтинга “Standard&Poor’s” показывает, что с декабря 1994 г. по сентябрь 1997 г. суверенный кредитный рейтинг Таиланда был установлен на уровне А, что свидетельствовало о достаточно высокой его надежности как эмитента, зависящей, вместе с тем, от стабильности внутриэкономической ситуации. При этом разразившийся в Таиланде с января 1997 г. кризис, достигший своего апогея в июле в связи с отказом от фиксированного валютного курса и переходом к режиму “регулируемого плавания”, никак не отразился на рейтингах его суверенных обязательств. В сентябре 1997 г. рейтинг упал всего на один пункт до А-, оставаясь в одной и той же качественной категории, что и прежде. Фактически это отразило лишь активизацию оттока капиталов. Однако в дальнейшем он стал резко пересматриваться в сторону понижения.

**Таблица 7**  
**Динамика рейтингов S&P**  
**по внешним обязательствам Таиланда**

Дата изменения	Рейтинг по долгосрочным инвалютным обязательствам
08.10.03- наст. вр.	BBB
20.08.02-07.10.03	BBB-
05.05.99-19.08.02	BBB-
08.01.98-04.05.99	BBB-
24.10.97-07.01.98	BBB
03.09.97-23.10.97	A-
01.08.97-02.09.97	A
02.05.96-31.07.97	A
29.12.94-01.05.96	A
08.12.92-28.12.94	A-
19.05.92-07.12.92	A-
26.04.91-18.05.92	A-
26.06.89-25.04.91	A-

*Рис. 2*



*Составлено по: Ratings Direct*

*Отражение азиатского кризиса в рейтингах аналитической службы журнала “Euromoney” (Таиланд)*

Общая тенденция падения экономически привлекательных стран Юго-Восточной Азии в рейтинговом списке с марта 1995 г. объяснялось усиливающейся политической нестабильностью в регионе. В Таиланде спекулятивные атаки на национальную валюту и опасения относительно нарастания краткосрочного долга способствовали его снижению в

рейтинговом списке на четыре позиции с марта по сентябрь 1996 г. В течение 1997 г. азиатские страны продолжали несильное падение.

Рис. 3

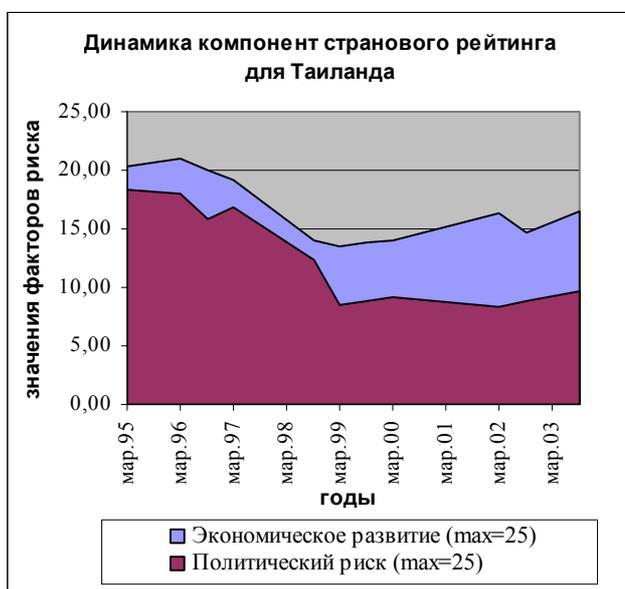


Рис. 4



Как видно из Рис. 4, с марта 1995 г. по июль 1997 г. динамика общего индекса странового риска для Таиланда была довольно стабильной - на уровне 80 по 100-балльной шкале. В июле 1997 г., в связи с девальвацией бата и сменой валютного режима, общий индекс начал стремительное падение, продолжающееся вплоть до октября 1998 г. до отметки 40. Далее он стал восстанавливаться и стабилизировался на уровне 55. Индекс экономического развития в целом для Таиланда имеет более высокие значения, чем индекс политического риска (см. Рис. 3).

#### *Отражение российского кризиса в рейтингах агентства "Standard&Poor's"*

В октябре 1996 г. рейтинговое агентство "Standard&Poor's" впервые присвоило России суверенный кредитный рейтинг и установило его на уровне ВВ-, что означало способность к исполнению обязательств в краткосрочной перспективе, но риск неплатежа в долгосрочной. Для России был важен сам факт присвоения рейтинга (а не его величина), поскольку это поднимало престиж страны как заемщика и открывало ее неосвоенный фондовый рынок для иностранных инвесторов.

Несмотря на начавшиеся в ноябре 1997 г. и продолжающиеся в феврале и в мае 1998 г. спекулятивные атаки на рубль, подрыв экспортных позиций, связанных с введением в 1995 г. валютного коридора и падением в 1997-1998 гг. мировых цен на нефть, и целый ряд других негативных явлений, нарастание в России кризисных тенденций рейтинговые агентства смогли уловить только к лету 1998 г.: в июне

российский рейтинг по инвалютным суверенным обязательствам был опущен на один пункт - с BB- до B+, что символизировало высокую вероятность неплатежа. В последующий период рейтинг продолжал падать: в начале августа 1998 г. - до B-, в день объявления технического дефолта 17 августа - до CCC, а в январе 1999 г. – до минимально низкой отметки SD, обозначающей полную неплатежеспособность страны.

Таблица 8

**Динамика рейтингов S&P  
по внешним обязательствам России**

Дата изменения	Рейтинг по долгосрочным инвалютным обязательствам
27.01.04-наст. вр.	BB+
05.12.02-26.01.04	BB
26.07.02-04.12.02	BB-
22.02.02-25.07.02	B+
19.12.01-21.02.02	B+
04.10.01-18.12.01	B
27.06.01-03.10.01	B
08.12.00-26.06.01	B-
27.07.00-07.12.00	SD
15.02.00-26.02.00	SD
07.05.99-14.02.00	SD
27.01.99-06.05.99	SD
16.09.98-26.01.99	CCC-
17.08.98-15.09.98	CCC
13.08.98-17.08.98	B-
09.06.98-12.08.98	B+
27.05.98-08.06.98	BB-
19.12.97-26.05.98	BB-
04.10.96-18.12.97	BB-

Рис. 5



Составлено по: Ratings Direct

*Отражение российского кризиса в рейтингах аналитической службы журнала "Euromoney"*

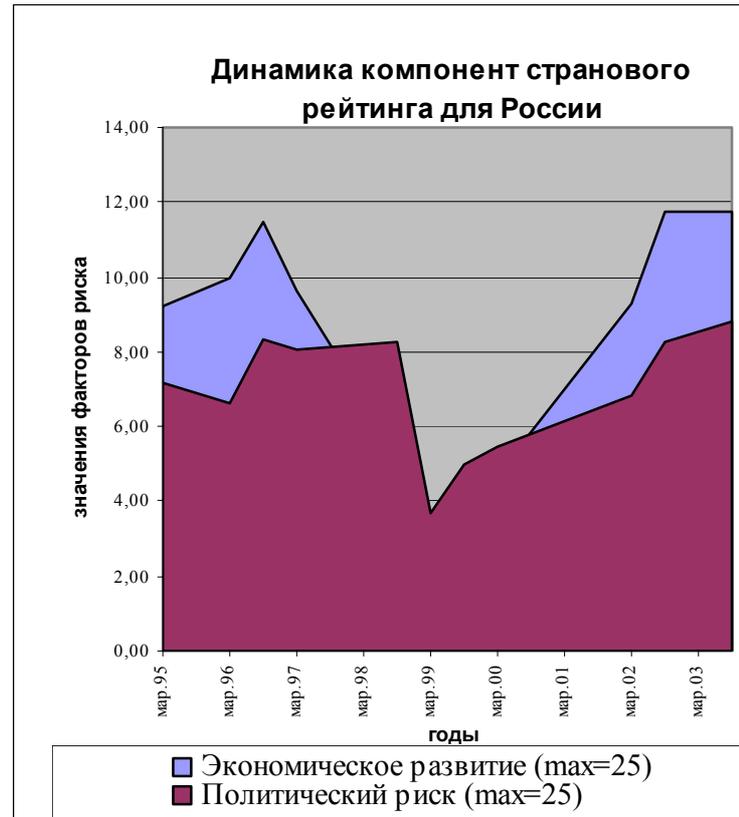
В связи со значительной политической нестабильностью, прежде всего, из-за войны в Чечне, Россия в марте 1995 года находилась практически в самом конце рейтингового списка (141 место). Однако в течение следующего года ей удалось подняться на сотую позицию. Последнее объяснялось, главным образом, ростом экспортных доходов, что облегчало обслуживание государственного долга. В сентябре 1996 года Россия, несмотря на трудности в экономической сфере, продолжала двигаться вверх в рейтинговом списке, добравшись до 86 места. Это было связано с переизбранием

Б. Ельцина на пост президента, что повысило определенность российского политического курса в глазах иностранных инвесторов. В течение следующего года, даже несмотря на неблагоприятную конъюнктуру на мировом рынке энергоносителей, позиция России все больше укреплялась, достигнув в марте 1998 г. 78 места. Однако к сентябрю она стремительно упала на 51 место (с 78 на 129), оказавшись даже ниже в рейтинговом списке бывших союзных республик Узбекистана, Таджикистана, Пакистана и Казахстана. Объявление технического дефолта и намерения властей прибегнуть к гиперинфляции отпугнуло большинство кредиторов и инвесторов.

Рис. 6



Рис. 7



### Выводы

Оценка экономической уязвимости России к системному финансовому кризису в разрезе странового риска предполагает рассмотрение сначала вопросов, составляющих проблематику странового риска (понятие, методы анализа, система рейтинговых оценок), а также практику финансовых кризисов в странах с развивающимися рынками.

Анализ мексиканского, азиатского и российского финансовых кризисов показал, что они развивались по совершенно разным сценариям. В Мексике ключевыми моментами в развертывании кризиса стали крупный дефицит текущего счета платежного баланса к ВВП, огромный приток в страну “горячих денег” преимущественно в форме

портфельных инвестиций и ориентация экономической политики на потребление, а не на производственное накопление. В Таиланде, наряду с крупным дефицитом текущего счета платежного баланса к ВВП, наблюдалось серьезное истощение золотовалютных резервов и массовый приток “горячих денег”, главным образом, в форме кредитов частному сектору. В отличие от Таиланда в Южной Корее был кризис платежного баланса, связанный не с дефицитом текущего счета платежного баланса, а со структурным несоответствием его активов и пассивов по срокам погашения. Это означало катастрофическую нехватку текущей ликвидности для немедленной оплаты внешних обязательств. Другими факторами кризисной уязвимости послужили истощение золотовалютных резервов и массовый приток “горячих денег” как в форме кредитов частному сектору, так и в форме портфельных инвестиций. В России к истощению золотовалютных резервов и массовому притоку “горячих денег” в форме кредитов частному сектору и в форме портфельных инвестиций добавились последствия глубочайшего трансформационного спада – огромный дефицит бюджета и низкая норма производственного накопления.

Вместе с тем, несмотря на совершенно разные сценарии, все без исключения рассматриваемые финансовые кризисы обладали характерными чертами так называемых “кризисов XXI века”, происходящих в эпоху глобализации и всеобщей мобильности капиталов. Именно поэтому они имели в своей основе схожие глубинные факторы уязвимости – высокую зависимость от мировых рынков и предпосылки для недобросовестного поведения - и сопровождалась свойственными для современных кризисных явлений эффектами “эпидемии”.

В силу специфических особенностей этих кризисов, рейтинговые институты в целом не смогли своевременно отловить нарастание негативных тенденций. Это выявило слабую информативность рейтингов в качестве сигналов раннего предупреждения кризисных ситуаций и поставило целый ряд вопросов перед мировым научным сообществом.

## ГЛАВА 2. СТРАНОВЫЕ РЕЙТИНГИ КАК СИГНАЛЫ РАННЕГО ПРЕДУПРЕЖДЕНИЯ КРИЗИСНЫХ СИТУАЦИЙ

### 2.1. Причины низкой информативности рейтингов

Проведенный в первой главе анализ динамики в Мексике, Юго-Восточной Азии и России показал, что и рейтинговое агентство “Standard&Poor’s”, и аналитическая служба журнала “Euromoney” в целом давали неадекватную оценку внутристрановой ситуации во все предкризисные периоды: рейтинги начинали снижаться, когда финансовые кризисы уже были в полном разгаре (*Reinhart, 2001, p.3; Hammer, 2004, p.3*).

Какие же причины лежали в основе “провала” рейтингов в качестве сигналов раннего предупреждения кризисных ситуаций?

#### *Субъективизм оценок экспертов*

Некоторые исследователи считают, что причина неадекватной оценки рейтинговыми агентствами внутриэкономической ситуации кризисных стран заключалась в субъективности суждений экспертов при составлении кредитных рейтингов, проявившаяся как в выборе детерминант, так и в назначении весов избранным переменным (*Haque, Mark, Mathieson, 1997; Lejeune, 1999*).

Yen-Ting Hu, Rudiger Kiesel, William Perraudin, Gerhard Stahl в своем исследовании проверяют данную точку зрения (*Hu, Kiesel, Perraudin, Stahl, 2002*). Они анализируют релевантность объективного анализа странового риска (дефолта) с субъективными оценочными подходами рейтинговых институтов. Авторы сравнивают рейтинги, составленные на основе экспертных суждений банков и рейтинговых агентств, с рейтингами, составленными на основе количественного (эконометрического) анализа суверенного дефолта.

Авторы приходят к выводу, что, в отличие от объективного экономического прогноза, рейтинги не несут в себе прогноза возможного дефолта (не обладают самостоятельной предсказательной силой), но реагируют на объективное ухудшение ситуации. При этом количественный анализ дефолта (объективная оценка) может предсказать понижательную тенденцию экспертных рейтингов (субъективных оценок), но не наоборот.

Субъективизм оценок экспертов также проявился в том, что рейтинговые институты присваивали стране изначально более высокие или более низкие рейтинги лишь в зависимости от ее географического местоположения (*Haque, Mark, Mathieson, 1997, p.7*). Так, “Euromoney” в целом дает более высокие рейтинги азиатским и европейским странам и более низкие латиноамериканским и странам Карибского

бассейна, а “Economist Intelligence Unit” присваивает азиатским и европейским странам рейтинги выше, чем африканским.

### ***Замедленная скорость реагирования рейтинговых институтов на события***

Неинформативность рейтингов в предкризисные периоды также была связана с существованием некоторого временного лага между происходящими событиями или явлениями и реакцией на них рейтинговых институтов в виде изменения рейтинга (*Hammer, 2004, p.4*). Такое запаздывание объяснялось, главным образом, тем, что резкие изменения рейтингов могут негативно сказаться на рыночных тенденциях и еще больше усугубить ситуацию.

Так, резкое понижение рейтинга может значительно обострить проблему “безбилетника”, связанную с практикой приобретения и распространения информации на финансовых рынках (*Kräussl, 2003, p.3*). Из-за высоких издержек получения информации, большинство рыночных агентов предпочитают ориентироваться на небольшое число инвесторов и финансовых аналитиков, обладающих данной информацией. В результате финансовые рынки переполняются слухами и становятся подверженными стадному поведению, так как менее информированные инвесторы рационально, но ошибочно выбирают следовать действиям “стада”. Нарастающая асимметрия информации после изменения рейтинга может привести к однозначно отрицательному восприятию общей платежеспособности данной страны и, как следствие, к массовому выводу из нее иностранных капиталов (*Calvo, Mendoza, 2000*). Эти панические действия преумножают вероятность резких межстрановых перетоков капитала. Поэтому даже если основные макропоказатели страны-заемщика остаются неизменными, она может понести огромные потери только по причине неблагоприятных ожиданий инвесторов и кредиторов.

### ***Методические упущения в расчетах рейтинговых агентств***

Ряд аналитических обзоров показывает, что именно методические упущения в расчетах кредитных рейтингов послужили одной из причин неадекватной оценки рейтинговыми институтами предкризисных ситуаций (*см., например, Economist, December 13, 1997*). Во всяком случае в связи с азиатским кризисом некоторые агентства, в частности, Fitch, официально признали проблему несовершенства практикуемых моделей расчета риска и, как сообщает журнал “Эксперт”, оперативно внесли в свои методики определенные коррективы (*Эксперт, №4, 1998*).

Какие именно факторы уязвимости не учитываются в методиках рейтинговых институтов и каким факторам придается слишком большой или недостаточный вес? Ответ

на эти вопросы вытекает из сопоставления реальной практики финансовых кризисов с детерминантами рейтингов. Однако точного ответа дать невозможно, так как авторитетные рейтинговые агентства хоть, как правило, и информируют широкую общественность о своих общих концептуальных принципах, но не раскрывают при этом особенностей применяемых расчетных методик. Вместе с тем, эту сложность пытались преодолеть некоторые исследователи.

Первый систематический анализ факторов, лежащих в основе суверенных кредитных рейтингов двух лидирующих рейтинговых агентств – “Standard&Poog’s” и “Moody’s”, провели Ричард Кантор и Франк Пакер в работе 1996 г. “Детерминанты и предсказательная сила суверенных кредитных рейтингов” (*Cantor, Packer, 1996*). Авторы анализируют, каким факторам рейтинговые агентства придают наибольший вес, и оценивают предсказательную силу рейтингов.

Построив МНК-регрессию на 1995 г. по 49 странам, авторы обнаружили, что из восьми факторов, традиционно используемых рейтинговыми агентствами в своих методиках, значимы только шесть – доход на душу населения, темп роста ВВП, отношение внешнего долга к экспорту, уровень экономического развития (принадлежность страны к группе развитых), индекс потребительских цен и прецеденты дефолтов. Выяснилось, что на рейтинги не оказывают существенного влияния сальдо бюджета к ВВП и сальдо текущего счета платежного баланса к ВВП.

С точки зрения учитываемых рейтинговыми агентствами значимых макроэкономических факторов уязвимости предкризисная ситуация выглядела вполне благоприятной (*см. Таблицу 9*).

**Таблица 9**

**Оценка ряда макроэкономических факторов уязвимости в  
предкризисные периоды**

<b>Макроэкономические факторы уязвимости</b>	<b>Мексика</b>	<b>Таиланд</b>	<b>Южная Корея</b>	<b>Россия</b>
Доход на душу населения	+	+	+	+
Темп роста ВВП	+	+	+	-
Прирост потребительских цен	+	+	+	+
Внешний долг к экспорту	-	+	+	-

*Примечание:* “+” означает стабильные во времени и приемлемые значения макросоотношений для стран с развивающимися рынками, “-” – наоборот.

*Источник:* авторская оценка

Согласно исследованию Н. Хака, Д. Мэтисона и Н. Марка “Рейтингование институтов, составляющих рейтинги страновой платежеспособности”, наибольший вес рейтинговые агентства придают инфляции и темпам роста ВВП (*Haque, Mark, Mathieson,*

1997, p.6). Эти переменные принимали вполне приемлемые значения во всех странах, кроме России, где на фоне глубокого трансформационного спада наблюдались отрицательные темпы роста ВВП. Кроме того, согласно исследованиям К. Рейнхарт “Суверенные кредитные рейтинги до и после финансовых кризисов” и Дж. Ютнера и Дж. Маккарти “Моделирование рейтингового кризиса”, рейтинговые агентства придают слишком большой вес отношению внешнего долга к экспорту (*Reinhart, 2001; Juttner J.D., McCarthy J., 2000*). Эти особенности методик рейтинговых институтов, вероятнее всего, и объясняют, почему рейтинги совершенно не отразили нарастание кризисного потенциала в Мексике и в Азии и чуть-чуть лучше, хотя в целом тоже “провально”, справились с предкризисной ситуацией в России.

Таким образом, ориентируясь в методиках подсчета кредитных рейтингов на основные макроэкономические показатели, которые в предкризисные периоды были в основном благоприятными, рейтинговые агентства не учли реальных факторов кризисной уязвимости, главным образом глубинных.

Так, при анализе странового риска как способности (неспособности) страны обслуживать внешние обязательства ключевую роль играли внутрискановые факторы, тогда как *внешние события*, происходящие за пределами страны (изменение ценовой конъюнктуры мировых рынков, спекулятивные тенденции и т.п.) имели дополнительную значимость. События 90-х годов и, в частности азиатский финансовый кризис 1997 г., показали, что в современной глобализированной экономике внешние факторы могут оказаться не менее существенными и даже решающими (*Haque N., Kumar M., Mark N. and Mathieson D., 1996*).

Кроме того, как утверждает Мартин Фельдштайн в работе “Самозащита для стран с развивающимися рынками”, решающую роль в разворачивании кризисов сыграли перемены в рыночных настроениях мировых инвесторов (*Feldstein, 1999*). Такие перемены способны молниеносно обрушить экономику стран с развивающимися рынками, даже при отсутствии в этих странах признаков объективного ухудшения экономической ситуации. При этом в наиболее уязвимом положении перед спекулятивными атаками оказались страны с низким уровнем международной ликвидности – наличием недостаточного количества инвалютных запасов и отсутствием легкого доступа к инвалютным займам. По мнению Фельдштайна это означает, что главным фактором самозащиты от кризиса (и соответственно, ключевым индикатором для оценки странового риска) должен быть *уровень международной ликвидности*.

Еще одно фундаментальное исследование по анализу природы “кризисов XXI века” в странах с формирующимися рынками провел Майкл Дули. Как он подчеркивает в

своей работе “Модель кризисов в странах с развивающимися рынками”, происхождение современных спекулятивных атак на национальную валюту невозможно объяснить с помощью модели валютных кризисов первого поколения, фокусирующейся на традиционных индикаторах кризисной уязвимости (состояние платежного баланса, федерального бюджета, внешней задолженности и т.п.) (Dooley, 1997). По Дули, *фундаментальные признаки потенциальной слабости национальной валюты*, “гарантирующие” приток в страну частных капиталов, за которым автоматически следуют спекулятивные атаки, лежат совсем в иной, *“поведенческой” плоскости*.

Таких признаков три:

1) наличие у страны положительного сальдо по международной валютной позиции, то есть наличие у нее достаточных запасов валютных резервов для того, чтобы в случае необходимости идти на расширение кредитно-денежной эмиссии;

2) готовность правительства любым способом поддерживать престиж государства через устойчивость национальной валюты, в том числе – однозначно идти в этих целях на широкомасштабное расходование валютных резервов (вплоть до их истощения) после начала спекулятивной атаки, а также аналогичная безусловная готовность Центрального Банка действовать в качестве кредитора последней инстанции;

3) установление государством в экономике таких “правил игры”, при которых частный бизнес имеет доступ к индивидуальным монопольным привилегиям или может практиковать различные формы недобросовестного рыночного поведения, поскольку он застрахован от убытков государственными гарантиями.

Все три признака потенциальной слабости национальной валюты должны одновременно присутствовать в экономике – только при этом условии спекулятивные атаки повлекут за собой приток в страну “горячих денег”.

Аарон Торнелл в работе “Общие факторы уязвимости в мексиканском и азиатском кризисах” утверждает, что спекулятивные атаки затронули те страны, где ожидалось сильное обесценение национальные валюты в результате оттока капиталов (Tornell, 1999). В ответ на спекулятивную атаку правительство может воспользоваться одной из трех альтернатив – расходованием валютных резервов, подъемом процентных ставок или обесценением валюты. Поскольку у большинства стран с развивающимися рынками краткосрочные обязательства значительно превышают золотовалютные резервы, а банковские системы переполнены “некачественными” заимствованиями, правительства в ответ на спекулятивную атаку предпочтут обесценение валюты. При этом масштаб обесценения зависит от степени завышенности курса национальной валюты в предшествующий период. Поэтому, согласно подходу Торнелла, в качестве факторов

кризисной уязвимости надо отслеживать прежде всего *“здоровье” банковской системы, запасы золотовалютных резервов и завышенность курса национальной валюты.*

## **2.2. Усовершенствование системы раннего предупреждения кризисных ситуаций**

### *Усовершенствование системы управления страновым риском на наднациональном уровне*

Поднявшаяся волна беспокойства о несовершенности системы раннего предупреждения оказала ключевое влияние на разработку наднациональных мер управления страновым риском. МВФ, наряду с другими международными финансовыми организациями, осуществляет инспектирование и мониторинг (surveillance) стран с развивающимися рынками с целью своевременного обнаружения перекосов, возникающих в национальных экономиках, и предупреждения приближающихся потрясений. После мексиканского кризиса используемая МВФ система раннего предупреждения кризисных ситуаций (EWS - early warning system) стала включать следующие семь показателей:

- Завышенный уровень реального курса национальной валюты;
- Кредитная экспансия банков на внутреннем рынке страны;
- Разбухание денежной массы (агрегат M2) по отношению к величине золотовалютных резервов;
- Падение цен на рынке акций;
- Низкий уровень реальных процентных ставок;
- Ухудшение условий внешней торговли;
- Рост реальных процентных ставок на мировых финансовых рынках.

Однако даже эти превентивные сигналы оказались недостаточными для выявления перекосов и предупреждения кризиса 1997 года в странах Юго-Восточной Азии.

Азиатский кризис высветил несколько новых важнейших моментов для управления страновым риском и предупреждения кризисных ситуаций. Во-первых, он показал, что перетекание кризисных импульсов с одного сегмента финансового рынка на другой может происходить по любой схеме, которую трудно предугадать заранее. Так, слабость банковских систем и/или неплатежеспособность корпоративного сектора обнаружилось в азиатских странах лишь после атак на национальные валюты, подорвавших доверие к азиатским экономикам в целом. Подрыв доверия спровоцировал массивные перемещения “горячих денег”, что уже в свою очередь негативно сказалось на положении местных банков и на проблеме погашения внешней задолженности, вовлекая, тем самым, азиатские страны в банковский и долговой кризисы.

Во-вторых, азиатский кризис сконцентрировал внимание мировых рынков на фундаментальных проблемах частного сектора: выяснилось, что иностранные инвесторы

вкладывали средства в “непрозрачные” корпорации с совершенно неприемлемым по западным меркам уровнем зависимости от заемных источников. Фактически долги подобных корпораций, а также банков, стали обязательствами правительства, положение которого отягощалось краткосрочной структурой внешних заимствований. Стало понятно, что последнее может иметь крайне негативные последствия в периоды резких изменений на финансовых рынках.

В-третьих, стало ясно, то практикуемые ранее механизмы предотвращения и преодоления кризисных ситуаций оказываются уже явно недостаточными. Перед мировым сообществом встает задача поиска более эффективной системы мер, позволяющих, во-первых, своевременно предупреждать валютные, банковские и долговые кризисы, во-вторых, - обеспечивать нейтрализацию их негативных последствий (для мировой и национальных экономик) и, в-третьих, - блокировать распространение дестабилизирующих импульсов по горизонтали (географически – от страны к стране, от региона к региону) и по вертикали (с одного сектора финансового рынка на другие), не допуская перерастания упомянутых кризисов в системные.

Обсуждение этого вопроса на совместной сессии МВФ и Всемирного банка в апреле 1998 г. проходило в рамках следующего подхода: *для противодействия современным финансовым шокам необходимо усовершенствовать саму архитектуру (принципы организации) мировой финансовой системы и укрепить институционально-правовые основы ее страновых сегментов.* Последнее касается прежде всего стран с развивающимися рынками, где банковские системы еще не достигли необходимой степени зрелости (Малыгин, 1998b, стр.5).

С этого момента работа МВФ по совершенствованию принципов организации мировой и национальных финансовых систем стала вестись по следующим направлениям (IMF Survey, 1998a):

- (1) активное содействие странам-членам МВФ в переходе на международные стандарты банковского пруденциального надзора и регулирования;
- (2) повышение значимости принципов упорядоченности, последовательности и планомерности в проведении либерализации сферы движения капиталов – как на национальном уровне, так и в рамках международных соглашений;
- (3) развитие и совершенствование системы наблюдения (surveillance) со стороны МВФ за движением капиталов на мировых рынках с акцентом на миграцию краткосрочных капиталов и предотвращение рисков, сопровождающих притоки-оттоки горячих денег;

(4) развитие взаимодействия между МВФ и Мировым банком в области разработки оптимального механизма информирования и консультирования стран-членов МВФ по поводу корректировок экономической политики, обеспечивающих укрепление национальных финансовых систем.

#### ***Усовершенствование методик оценки странового риска в научных исследованиях***

После финансовых кризисов (преимущественно после азиатского) в экономической литературе появился ряд специальных исследований, посвященных усовершенствованию методик анализа странового риска. Эти работы выявили некоторые новые подходы и оценочные индикаторы, касающиеся кризисной уязвимости стран с развивающимися рынками.

Данные исследования носят эмпирический характер и используют эконометрическую модель оценки странового риска. Ввиду отсутствия теоретической базы для спецификации модели странового риска, главными факторами в пользу выбора того или иного конкретного варианта обычно служат удобство расчетов и осмысленность интерпретации результатов (*Hoti, 2002, p.533*).

Зависимая переменная в модели странового риска интерпретируется как способность обслуживать долговые обязательства. В большинстве найденных нами работ в качестве зависимой переменной выступает либо *реструктуризация долга*, либо *страновой кредитный рейтинг*, составляемый рейтинговыми агентствами. При этом реструктуризация долга определяется или как вероятность реструктуризации общего, частного или официального долга, или как вероятность дефолта в текущем году или в ближайшее время, или как принадлежность/непринадлежность страны к группе стран, ранее проводивших реструктуризацию.

Независимые переменные в целом подразделяются на три группы – *экономические* (инфляция, обслуживание долга, выраженное в процентах экспорта товаров и услуг, ставки международной ликвидности и др.), *политические* (политическое лидерство, межрасовые и межнациональные трения, политический терроризм, гражданские войны, качество бюрократии) и *финансовые* (дефолт по долгу или невыгодные для кредитора условия реструктуризации, нарушение контрактных обязательств правительствами, потери от контроля валютного курса и ряд других).

Рассмотрим более подробно несколько наиболее значимых исследований.

В 2000 г. Деррик Ригл и Доминик Сальватор в работе “Прогнозирование финансовых кризисов в переходных экономиках” выявили несколько *макроэкономических индикаторов* уязвимости к финансовым кризисам, позволяющих спрогнозировать время и

место потенциального кризиса, и проверили их прогнозную силу на примере азиатских стран (Reagle D., Salvatore D., 2000).

В отличие от других исследований, оценивающих большое количество факторов уязвимости (см., например, Eichengreen B., Rose A., Wyplosz, 1996), авторы сконцентрировались на шести фундаментальных индикаторах, которые должны отслеживаться каждой страной с развивающимся рынком.

1. *Дефицит текущего счета платежного баланса* (в % к ВВП). В 1996 г. этот показатель превышал пороговое значение - 4-5% - в четырех из пяти затронутых азиатским кризисом стран (Таиланд – 7,9%; Южная Корея – 4,7%; Малайзия – 4,9%; Филиппины – 4,7%; Индонезия – 3,3%).

2. *Долгосрочный долг* (в % к ВВП). Значения этого показателя для всех азиатских стран, пострадавших от кризиса, было выше порогового значения в 30% (Индонезия – 59,7%; Таиланд – 50,3%; Филиппины – 47,3%; Малайзия – 42,1%; Южная Корея – 32,1%).

3. *Краткосрочный долг* (в % к ВВП). В 1996 г. большинство кризисных азиатских стран превысили допустимый порог – 8-10% (Таиланд – 20,8%; Индонезия – 14,9%; Южная Корея – 10,3%; Филиппины – 9,1%).

4. *Разница между прямыми иностранными инвестициями и дефицитом текущего счета платежного баланса* (в % к ВВП). В 1996 г. пороговое значение этого показателя в 2-3% выявило три из пяти проблемных стран (Таиланд – 6,8%; Южная Корея – 5,2%; Малайзия – 4,0%; Индонезия – 1,4%; Филиппины – 0,6%).

5. *Платежи по долгу к экспорту* (в %). Точное пороговое значение данного показателя неизвестно. Однако эмпирически установлено, что в Мексике в 1994-95 гг. он составлял 28,1%, а в Индонезии в 1996 г. – 36,8%. Другие азиатские страны имели более низкие значения (Филиппины – 13,7%; Таиланд 11,5%; Малайзия – 8,2%; Южная Корея – 7,0%), которые не предсказывали будущих проблем.

6. *Число месяцев покрытия валютных резервов*. Значения показателя меньше 3-4 месяцев свидетельствуют о возможных финансово-экономических проблемах в будущем. В Южной Корее показатель в 1997 г. был равен 1,1, в Филиппинах – 2,3, в Малайзии – 3,3, в Таиланде – 5,1 и в Индонезии – 5,5 месяцев.

Для оценки предсказательной силы выбранных индикаторов относительно возможного места финансового кризиса авторы исследуют вероятность наступления кризиса в регионе Юго-Восточной Азии. Используя данные Мирового Банка на 1996 г. для 55 стран с населением свыше одного миллиона человек, они оценивают probit-модель. В качестве зависимой переменной выступает бинарная переменная, принимающая

значение 1 в случае фактического наступления кризиса в рассматриваемой стране в 1997 г. и 0 – при его отсутствии.

Анализ показал, что вероятность наступления кризиса в четырех из пяти азиатских стран превышала 20%. Приняв это значение за порог, отделяющий кризисные страны от некризисных, авторы получили маленькие значения ошибки I и II рода.

Для оценки предсказательной силы выбранных в исследовании индикаторов относительно возможного времени наступления финансового кризиса, авторы исследуют достаточно однородную выборку из девяти азиатских стран за период с 1990 г. по 1996 г. Анализ выявил то же, что и прежде, пороговое значение в 20%.

Превышение порогового значения одним из показателей уязвимости не обязательно представляет собой для страны значимую угрозу. Однако если пороговые значения превысили сразу несколько рассматриваемых показателей, это однозначно свидетельствует о высокой вероятности наступления финансового кризиса. В связи с этим авторы строят *агрегированный индикатор*, выявляющий те пороговые значения, которые будут значимы при рассмотрении всех переменных в совокупности. Получились следующие пороговые значения:

- текущий счет платежного баланса не должен превышать 2% ВВП;
- внешний долгосрочный долг должен быть не больше 28% ВВП;
- краткосрочный внешний долг не должен превышать 8% ВВП;
- разница между прямыми иностранными инвестициями и дефицитом текущего счета платежного баланса должна быть не меньше 1% ВВП;
- платежи по долгу к экспорту должны быть не больше 36%;
- число месяцев покрытия валютных резервов должно быть не больше шести.

Высокая вероятность наступления финансового кризиса означает, что более четырех из рассматриваемых шести переменных выпадают из допустимых границ.

В целом, данное исследование показало, что при отслеживании предложенных индикаторов уязвимости финансовый кризис в Юго-Восточной Азии можно было предсказать.

Вместе с тем, авторы сужают рамки анализа только до рассмотрения азиатского кризиса. В связи с этим, построим предложенный Риглом и Сальватором агрегированный индикатор на основе российских данных в предкризисный 1997 г. и оценим вероятность наступления финансового кризиса в России в 1998 г. Результаты оценки приведены в *Таблице 10*.

Только два макроэкономических индикатора уязвимости – сальдо текущего счета платежного баланса (в % к ВВП) и платежи по долгу к экспорту (в %) оказались в пределах допустимой области. Долгосрочный внешний долг (в % к ВВП), краткосрочный внешний долг (в % к ВВП) и число месяцев покрытия валютных резервов, согласно

подходу Ригла и Сальватора, выпадают из допустимых границ, тогда как разница между прямыми иностранными инвестициями и дефицитом текущего счета платежного баланса (в % к ВВП), хоть и находится в допустимой области, но фактически балансирует на опасной отметке. Таким образом, анализ предложенных Риглом и Сальватором индикаторов уязвимости свидетельствует о довольно высокой вероятности наступления финансового кризиса в России в 1998 г.

Таблица 10

**Оценка вероятности наступления российского кризиса 1998 г.  
по Риглу и Сальватору**

Макроэкономические индикаторы	Значения в 1997 г.	Общепринятые пороговые значения	Оптимальные пороговые значения (Reagle, Salvatore, 2000)	Качественная оценка показателя
Сальдо текущего счета платежного баланса (в % к ВВП)	-0,02	>4-5%	>2%	+
Долгосрочный внешний долг (в % к ВВП)*	31,40	>30%	>28%	-
Краткосрочный внешний долг (в % к ВВП)**	11,00	>8-10%	>8%	-
Разница между прямыми иностранными инвестициями и дефицитом текущего счета платежного баланса (в % к ВВП)	1,22	>2-3%	<1%	+ (-)
Платежи по долгу к экспорту (в %)	23,48	>28%	>36%	+
Число месяцев покрытия валютных резервов	2,56	<3-4 месяцев	<6 месяцев	-

\* суверенный долг

\*\* государственные краткосрочные заимствования

Источник: авторская оценка

Примечательно, что в случае прогнозирования российского кризиса рассмотрение общепринятых пороговых значений ведет практически к тем же качественным результатам, что и при сравнении фактических значений макроотношений с оптимальными пороговыми уровнями, полученными Риглом и Сальватором. Исключение составляет лишь разница между прямыми иностранными инвестициями и дефицитом текущего счета платежного баланса (в % к ВВП), которая по общепринятым стандартам не выявляет кризисной уязвимости.

Аналогичный анализ по азиатскому кризису, проведенный Jin-Lung Lin и Chung-Shu Wu в 2001 г., выявил, что качественными индикаторами, предсказывающими финансовый кризис, являются внутриэкономические факторы, связанные с недостатками денежно-кредитной и бюджетной политиками властей. Это - темпы годового прироста M2

и отношение госдолга к ВВП. (Lin, Wu, 2001). Однако авторы не учитывают в своем исследовании эффекта “эпидемии” и самосбывающихся ожиданий.

В 2001 году в работе “*Модель оценки странового риска и азиатский кризис*” Тимур Хан Гюр анализирует с помощью двухпредельной Tobit-модели факторы, отвечающие за реструктуризацию долга, на выборке из 34 стран за период с 1986 г. по 1998 г. (Gür, 2001). Определив макроэкономические переменные и основные долговые соотношения, влияющие на возможность выбранных стран расплатиться по долгу или на решение реструктурировать долг, автор использует оцененные соотношения долговой реструктуризации для определения показателя, аналогичного кредитному рейтингу агентств.

В качестве зависимой переменной используется так называемое *соотношение реструктуризации*, равное отношению размера реструктурированного долга к совокупному объему долга. Рейтингование заемщиков по данной переменной крайне важно для кредиторов, которые не хотят оказаться вовлеченными в длительный и тяжелый процесс реструктуризации. Кроме того, несомненным достоинством работы является то, что таким образом построенная зависимая переменная позволяет учесть качественно разные уровни рассматриваемого соотношения реструктуризации. Это отличает данное исследование от большинства других, в которых реструктуризация моделируется как бинарная переменная, принимающая значение 0 или 1.

Объясняющими переменными выступают отношение процентных платежей к экспорту, займы на льготных условиях относительно совокупного запаса долга, отношение совокупных резервов к совокупному долгу, отношение совокупного запаса долга к ВВП, отношение частного долга к совокупному долгу и зависимая переменная, взятая с лагом в один период, для прогнозирования возможности выбранных стран обслуживать свои обязательства через год. При этом вторая, третья и пятая переменные снижают вероятность реструктуризации и размера реструктурированного долга в будущем году, тогда как первая, четвертая и шестая увеличивают.

Сравнение оцененных соотношений реструктуризации с реальными показало почти полное отсутствие разницы между ними. Автор путем деления выбранных стран на 10 групп и буквенного ранжирования последних построил *показатель кредитоспособности*, позволяющий сравнить полученные им результаты с рейтингами агентств. Показатель кредитоспособности правильно идентифицировал страны с высоким и низким риском всего лишь с несколькими исключениями.

Таковыми исключениями оказались рейтинги, присвоенные во время азиатского кризиса Южной Кореи и Индонезии. Из всех Восточно-азиатских стран, испытывавших в

результате кризиса трудности с обслуживанием своих обязательств, только эти две страны претерпели серьезную реструктуризацию. Это означает, что даже при низких соотношениях реструктуризации, свойственных Южной Корее и Индонезии в кризисные годы, выгоды от проведения реструктуризации оказались выше издержек, что свидетельствовало об очень серьезных экономических дисбалансах в этих странах. Однако рейтинги, составленные агентствами “Moody’s” и “Standard&Poor’s”, не уловили этого и переоценили экономическую ситуацию этих стран.

Вместе с тем, подобное завышение агентствами рейтингов Южной Кореи и Индонезии могло быть связано с политическими факторами, которые автор не учел в своем индексе кредитоспособности, но которым агентства придают значительный вес. Фактически автор сам это подтверждает, отмечая, что “наиболее достоверная оценка странового риска может получиться только при соединении наиболее эффективных методов количественного анализа с качественными методами, учитывающими при составлении суверенных рейтингов не только экономические, но и политические, и социальные факторы” (*Gür, 2001, p.58*).

До 2001 г. теоретические и эмпирические исследования, посвященные кризисам XXI века и системе их раннего предупреждения, концентрировались, главным образом, на валютных и банковских кризисных компонентах. Однако в 2001 г., на “Экономическом Форуме” МВФ, такой подход был признан ограниченным в связи с недостаточной проработанностью долговой составляющей в предупреждении финансовых шоков. Кроме того, по последним предписаниям Базельского Комитета по банковскому надзору Центральным банкам рекомендуется регулярно использовать страновые кредитные рейтинги для прогнозирования сумм под риском и создания страховочных резервов при международном кредитовании (*BIS, 2001*).

Проблема, однако, заключается в том, что в отношении стран с развивающимися рынками качественных оценок вероятности суверенного дефолта на сегодняшний день не существует. При кредитовании страны-заемщика международные банки используют в этих целях *показатель уровня дефолта (rate of default)*, рассчитываемый рейтинговыми агентствами “Standard&Poor’s” или “Moody’s” применительно к корпорациям данной страны. Попытка восполнить этот пробел предпринята в 2002 г. в работе Марселя Питера “Оценка вероятности суверенных дефолтов в странах с формирующимися рынками: свежий взгляд на не очень свежую литературу” (*Peter, 2002*).

Исследование Питера базируется на данных Мирового Банка по неплатежам и реструктурированному долгу в данной группе стран. Автор строит панельную logit-модель для оценки вероятности суверенных дефолтов в 78 странах с развивающимися

рынками (1984-1997 гг.) как функцию набора экономических и политических переменных. Эти *оценки вероятности дефолтов (default probabilities)* сравниваются автором с показателями уровня дефолта, которые рассчитываются агентствами “Moody’s” и “Standard&Poog’s” при составлении кредитных рейтингов.

В отличие от большинства экспертов автор определяет зависимую переменную “суверенный дефолт” по-другому, используя *изменения* в накопленных объемах неплатежей и реструктурированного долга (разница между значениями) вместо самих накопленных объемов.

Автор утверждает, что небольшие размеры накопленных неплатежей не представляют угрозу для функционирования международных кредитных рынков и в принципе могут быть результатом халатности. Поэтому введение в анализ определенного порогового значения весьма оправданно. Вместе с тем, рассмотрение порогового значения запаса накопленных неплатежей не всегда является обоснованным. Так, если объем накопленного долга страны превышает некоторое пороговое значение, но со временем демонстрирует тенденцию к снижению, то страна должна классифицироваться как “находящаяся в дефолте” все годы до тех пор, пока запас долга станет меньше порогового значения. Однако снижение запаса долга свидетельствует о том, что у страны есть средства на его обслуживание, и накладывание ярлыка “в дефолте” становится ошибочным.

По Питеру, страна считается находящейся в дефолте по внешнему суверенному долгу при следующих условиях:

- (1) если рост всех накопленных неплатежей по долгу (процентных и по основной сумме) перед официальными и частными кредиторами превышает 2% совокупного внешнего долга;
- (2) и/или если совокупный размер (долгосрочного) реструктурированного долга в данном году превышает 2,5% совокупного внешнего долга;
- (3) если (2) соблюдается, но, в то же время, величина накопленных платежей (в долларах) сокращается на большую величину, чем составляет совокупный реструктурированный долг (в долларах), то страна не считается “в дефолте”.

Если в определенном году  $t$  эти условия соблюдены, то в качестве зависимой переменной выбирается переменная “дефолт”, которая принимает значение 1, если страна оказывается в дефолте в год  $t$ , и значение 0 – в обратном случае. Условие (3) позволяет отсеять те случаи, когда страна имеет большой размер реструктурированного долга, но, в то же время, способна сократить накопленные неплатежи на большую величину, чем размер реструктурированного долга.

Модель Питера позволяет заключить, что наиболее значимыми переменными являются следующие пять показателей - история обслуживания долга страной-заемщиком;

цена международного кредита; волатильность дохода страны на душу населения; политический риск; взятое в квадрате процентное отклонение реального валютного курса от долгосрочного тренда.

Полученные оценки вероятности дефолта страны по долгу в иностранной валюте в течение трех будущих лет сравниваются с долгосрочными кредитными рейтингами в иностранной валюте, а также с показателями уровня дефолта, который составляется ведущими рейтинговыми агентствами. Сравнение показывает, что оценки рейтинговых агентств значительно недооценивают риск дефолта по суверенному долгу. Другими словами, *суверенные кредитные рейтинги, составляемые ведущими агентствами, оказываются в среднем слишком завышенными.*

Расчеты Питера наиболее примечательны для стран с развивающимися рынками, прошедших через кризисы 1990-х годов. Они показывают, что в 1996 г. вероятность суверенного дефолта по долгу в инвалюте для Индонезии, Южной Кореи и Малайзии была в 4-5 раз выше, чем по оценкам “Moody’s”, и в 8-11 раз выше, чем по оценкам “Standard&Poog’s”. Вероятность дефолта для Таиланда была в 26 раз выше, чем по расчетам обоих агентств. А для России – в 15 раз выше, чем по рейтингам “Standard&Poog’s” и в 20 раз выше, чем по рейтингам “Moody’s” (см. *Таблицу 11*)

Надо признать, что в абсолютных значениях вероятность суверенного дефолта для всех четырех стран, охваченных азиатским кризисом, была в 1996 г. не слишком высокой – даже по уточненным расчетам Питера: 3,60 для Таиланда, 5,84 для Индонезии, 1,73 для Малайзии и 1,48 для Южной Кореи. Однако для России в том же году этот показатель исключительно высок – 99,7 (на фоне 5,0 и 6,8 у рейтинговых агентств). Это была самая высокая вероятность среди 40 обследуемых стран с формирующимися рынками. Для сравнения укажем, что среди этих стран единственными приближающимися к России странами были только Аргентина, Бразилия и Перу. Более того, в контексте избранной Питером трактовки дефолта по внешним долгам Россия попадала в ситуацию дефолта в том виде, как его определяет Питер, почти каждый год, начиная с 1990-го года.

Таблица 11

**Вероятность дефолта по внешнему долгу в странах с развивающимися рынками накануне азиатского кризиса (на конец 1996 г.)**

Страны	Трехлетняя кумулятивная оценка вероятности дефолта/показатель уровня дефолта			Рейтинги на 01.01.1997 (долгосрочный)	
	Оценка вероятности дефолта по М. Питеру	Moody's: уровень дефолта	Standard&Poor's: уровень дефолта	Moody's	S&P's
Аргентина	91,76	14,81	6,79	B1	BB-
Бахрейн	2,50	3,86	---	Ba1	---
Болгария	86,88	27,27	---	B3	---
Бразилия	81,75	14,81	10,43	B1	B+
Венгрия	2,47	1,34	0,99	Baa3	BBB-
Венесуэла	5,36	5,05	20,41	Ba2	B
Гонконг	1,08	0,25	0,14	A3	A
Египет	2,07	5,05	---	Ba2	---
Израиль	2,99	0,25	0,35	A3	A-
Иордания	75,20	11,89	6,79	Ba3	BB-
Индия	2,93	1,34	---	Baa3	---
<b>Индонезия</b>	<b>5,84</b>	<b>1,34</b>	<b>0,71</b>	<b>Baa3</b>	<b>BBB</b>
Катар	10,88	0,6	0,71	Baa2	BBB
Кипр	2,44	0,14	0,18	A2	AA-
Китай	3,22	0,25	0,71	A3	BBB
Колумбия	4,17	1,34	0,99	Baa3	BBB-
<b>Малайзия</b>	<b>1,73</b>	<b>0,33</b>	<b>0,16</b>	<b>A1</b>	<b>A+</b>
<b>Мексика</b>	<b>4,42</b>	<b>5,05</b>	<b>4,13</b>	<b>Ba2</b>	<b>BB</b>
Объединенные Арабские Эмираты	0,97	0,52	---	Baa1	---
Оман	1,74	0,60	0,99	Baa2	BBB-
Пакистан	13,12	---	10,43	---	B+
Парагвай	2,80	---	6,79	---	BB-
Перу	97,81	20,28	---	B2	---
Польша	60,86	1,34	0,99	Baa3	BBB-
<b>Россия</b>	<b>99,69</b>	<b>5,05</b>	<b>6,79</b>	<b>Ba2</b>	<b>BB-</b>
Румыния	6,84	11,89	6,79	Ba3	BB-
Сальвадор	57,36	---	4,13	---	BB
Саудовская Аравия	2,47	1,34	---	Baa3	---
Сингапур	0,22	0,00	0,05	Aa1	AAA
Словакия	5,67	1,34	0,99	Baa3	BBB-
<b>Таиланд</b>	<b>3,60</b>	<b>0,14</b>	<b>0,14</b>	<b>A2</b>	<b>A</b>
Тайвань	0,70	0,19	0,00	Aa3	AA+
Тринидад и Тобаго	4,46	3,86	3,16	Ba1	BB+
Тунис	2,79	1,34	---	Baa3	---
Турция	10,82	11,89	20,41	Ba3	B
Уругвай	2,80	3,86	3,15	Ba1	BB+
<b>Филиппины</b>	<b>4,43</b>	<b>5,05</b>	<b>6,79</b>	<b>Ba2</b>	<b>BB-</b>
Чехия	3,10	0,52	0,14	Baa1	A
Чили	1,71	0,52	0,35	Baa1	A-
<b>Южная Корея</b>	<b>1,49</b>	<b>0,33</b>	<b>0,18</b>	<b>A1</b>	<b>AA-</b>

Примечания: цветом выделены страны, находившиеся в кризисе

Источник: M. Peter (2002) "Estimating Default Probabilities of Emerging Market Sovereigns: A New Look at a Not-So-New Literature", - Graduate Institute of International Studies, Geneva

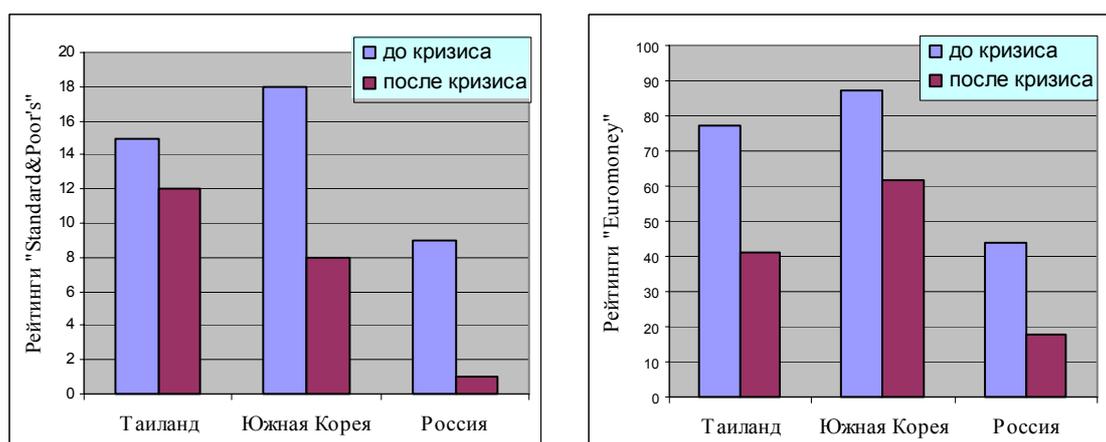
Исследования, где в качестве зависимой переменной выступает страновой рейтинг, фактически направлены на непосредственное повышение его индикативности.

В 1996 года Ричард Кантор и Франк Паркер в своем исследовании выявили восемь факторов, лежающих в основе страновых кредитных рейтингов. При этом они анализировали данные по 49 странам на сентябрь 1995 года. Практика кризисных ситуаций показала, что страновые рейтинги, построенные на основе этих индикаторов, оказались неинформативны как сигналы раннего предупреждения.

В 2000 г. Джоан Ютнер и Джастин Маккарти в работе “Моделирование рейтингового кризиса” реплицировали модель Кантора и Пакера, но специфицировали независимые переменные как средние за три предшествующих года: в связи с неинформативностью кредитных рейтингов в предкризисный период и крайне резким их снижением в течение самого кризиса (см. Рис. 8), авторы предприняли попытку моделирования так называемого “рейтингового кризиса” (Juttner J.D., McCarthy J., 2000, p.4). “Рейтинговым кризисом” считалось понижение суверенного кредитного рейтинга по долгосрочному долгу в иностранной валюте на 3 пункта в течение 6-месячного периода. При оценке модели авторы получили практически аналогичные результаты, что и Кантор и Пакер: в группу незначимых отношений сальдо бюджета и сальдо текущего счета платежного баланса к ВВП добавился темп роста ВВП.

Рис. 8

### Предкризисные и посткризисные рейтинги стран



Источник: авторская оценка

Дж. Ютнер и Дж. Маккарти экстраполировали модель Кантора и Пакера до 1998 года и обнаружили, что она со временем теряет свою объясняющую силу. Авторы предположили, что оцениваемая модель опирается на данные прошлых лет, которые могли отражать прежнюю структуру экономики, в корне изменившуюся в настоящем.

Проверка гипотезы о структурном сдвиге в 1997 году подтвердило данное предположение.

Построение новой модели с включением дополнительных независимых переменных – разницы процентных ставок в данной стране и в США, а также переменных устойчивости финансового сектора и обменного курса – приводит к повышению ее объясняющей силы. Однако значимость ряда ключевых переменных значительно изменилась. Так, отношение внешнего долга к экспорту стало незначимым, а сальдо бюджета к ВВП, напротив, впервые стало значимым. Также как и в модели Кантора и Пакера, значимыми в модели Ютнера и Маккарти остались дамми-переменные для прецедентов дефолта и принадлежности страны к группе развитых. Кроме того, важную роль стали переменные, оценивающие устойчивость финансового сектора, и разница процентных ставок.

В целом авторы пришли к заключению, что эконометрическая оценка странового риска во время “рейтингового кризиса” может подавать инвесторам неправильные и даже бессмысленные сигналы. Этот вывод, с одной стороны, негативным образом сказывается на правдоподобности результатов, полученных на основе нового подхода Банка Международных Расчетов, а с другой – сильно осложняет построение модели, которая имеет высокую предсказательную силу в нестабильные времена.

В 2002 году вышла работа Антонио Афонсо “Анализ детерминант суверенных кредитных рейтингов в практике двух ведущих рейтинговых агентств”, которая дала более современное представление о значимости тех или иных детерминант кредитных рейтингов (*Afonso, 2002*). Построив МНК-регрессию и logit-модель для 71 страны, автор выявил, что на суверенные кредитные рейтинги влияют такие факторы, как реальный ВВП на душу населения, индекс потребительских цен, темпы роста реального ВВП, уровень экономического развития (принадлежность страны к группе развитых), прецеденты дефолтов, отношение внешнего госдолга к экспорту. Незначимыми оказались сальдо государственного бюджета в процентах к ВВП, дефицит текущего счета в процентах к ВВП и отношение долга к ВВП. Полученные выводы практически полностью соответствуют результатам оценки странового риска Кантором и Пакером, что свидетельствует об отсутствии кардинального пересмотра методик рейтинговыми агентствами.

В марте 2004 года П. Хаммер, А. Коган и М. Лежен в работе “Страновые рейтинги: статистические и комбинаторные нерекурсивные модели” предприняли попытку усовершенствования рейтинговой методики агентства “Standard&Poor’s” (*Hammer, Kogan, Lejeune, 2004*). Отобрав независимые переменные по принципу значимости, доступности

статистики и универсальности базы данных, они включили в свой анализ ВВП на душу населения, темп инфляции, торговый баланс в процентах к ВВП, годовой темп роста экспорта, число месяцев покрытия импорта валютными резервами, сальдо бюджета к ВВП, отношение совокупного государственного долга к ВВП, валютный курс, отношение кредитов банковского сектора резидентам к ВВП, а также три переменные политического риска. При этом, фактически искоренив проблему, с которой столкнулись Дж. Ютнер и Дж. Маккарти, они не включили в свою модель оценки странового риска лаговую зависимую переменную. Это сделало возможным построение суверенных рейтингов для стран, ранее их не имевших.

### ***Выводы***

Для того чтобы оценить в третьей главе экономическую уязвимость современной России к финансовому кризису, надо понять, в чем заключались упущения агентств в предкризисные периоды в Мексике, Юго-Восточной Азии и России и были ли они учтены и в какой степени в дальнейшем? В связи с этим, во второй главе автор систематизировал и обосновал причины низкой информативности кредитных рейтингов в рассматриваемые периоды, а также представил эволюционное усовершенствование системы раннего предупреждения кризисных ситуаций.

Причины низкой информативности рейтингов странового риска как сигналов раннего предупреждения современных финансовых кризисов можно найти как в субъективизме оценок экспертов, замедленной реакции рейтинговых агентств на события, так и в методических упущениях рейтинговых институтов. Субъективизм оценок экспертов и замедленная реакция рейтинговых агентств на события, связанные со специфическими особенностями системы рейтингования, остаются актуальными и сегодня. Методические упущения рейтинговых институтов отражают то, что рейтинговые агентства ориентировались на “неправильные” переменные, не имевшие отношения к реальным факторам кризисной уязвимости.

Обзор наиболее значимых из найденных нами исследований по усовершенствованию методов оценки странового риска показал, что методические упущения рейтинговых агентств были отчасти учтены в наднациональной системе управления страновым риском, но кардинального изменения методик самих рейтинговых институтов так и не произошло. Это фактически означает, что проблема повышения индикативности рейтингов странового риска остается нерешенной и по сей день.

### **3. ОЦЕНКА КРИЗИСНОЙ УЯЗВИМОСТИ И УТОЧНЕНИЕ УРОВНЯ СТРАНОВОГО РИСКА В СОВРЕМЕННОЙ РОССИИ**

#### **3.1. Макроситуация и экономическая уязвимость в посткризисной России**

##### *Анализ ситуации*

После финансового шока и масштабной девальвации 1998 г. российская экономика вступила в период восстановления (см. Таблицу 12).

В *первые посткризисные годы (1999-2000 гг.)* в России установился низкий реальный курс рубля, что в сочетании с умеренно низкими тарифами на услуги естественных монополий и динамикой заработной платы способствовало развитию импортозамещения и перетоку финансовых ресурсов от населения и государства в сектор нефинансовых предприятий. Однако рост инвестиций и прибылей не имел устойчивого характера и с течением времени исчерпался. В этот период в России сохранялись риски, связанные с высокой инфляцией (в среднем 28,3%), низким уровнем золотовалютных резервов (28 млрд. долл. в 2000 г.), относительно высоким внешним государственным долгом (116 млрд. долл.). Позитивное воздействие на стабилизацию экономики оказывали также благоприятная ситуация на внешних рынках, упорядочение государственных финансов в результате поэтапной реструктуризации долга (как внутреннего, так и внешнего), обеспечение первичного профицита бюджета и общее сокращение неплатежей.

В *последующие годы (2001-2002 гг.)* темпы роста экономики (5% - в 2001 г., 4,7% - в 2002 г.) поддерживались дальнейшим расширением экспорта и ростом инвестиций. По данным Минэкономразвития России, в 2002 г. фактор роста мировых цен на нефть и другие энергоресурсы обеспечил около трети прироста ВВП. Это позволило России успешно обойти “макроэкономическую ловушку”, когда чрезмерная долговая нагрузка на бюджет и экономику препятствует расширению инвестиций и поддержанию экономического подъема. В то же время положительное влияние на экономику высоких мировых цен на энергоносители было сопряжено с усилением “голландской болезни” и снижением ценовой конкурентоспособности предприятий по мере реального укрепления рубля. Незрелость механизмов межотраслевого перелива капиталов привела к его перенакоплению в экспортно-сырьевых отраслях и к последовательному сокращению доли перерабатывающих отраслей в структуре производства.

В *настоящее время (2003-2004 гг.)* Россия продолжает сохранять высокую динамику экономического роста (7,3% в 2003 г. и 6,7% в 2004 г. по данным Минэкономразвития). Однако этот рост носит неустойчивый характер, так как не сопровождается модернизацией экономики и увеличением ее конкурентоспособности.

Таблица 12

**Макроэкономические показатели и внешняя задолженность России  
в 1999-2004 гг.**

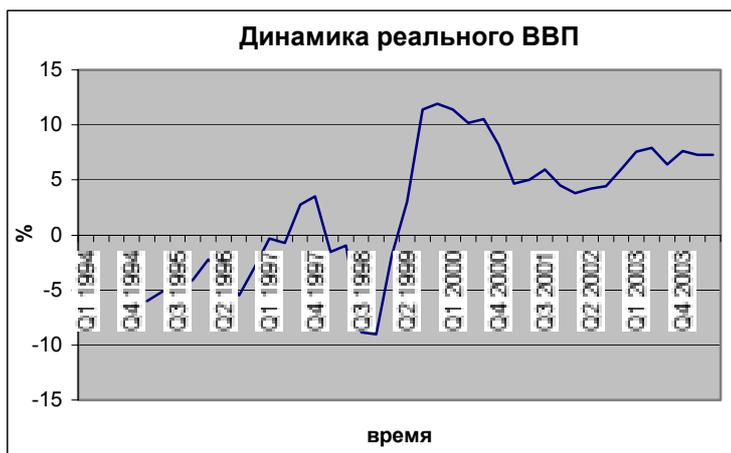
	1999	2000	2001	2002	2003	2004*	2005*
ВВП							
• млрд. руб (в тек. ценах)	4823	7306	8944	10834	13285	15690	18080
• млрд. долл. (по валютному курсу)	178,6	259,4	296,7	341,8	451,1	539,2	598,7
Динамика реального ВВП, в % к пред. году	5,4	8,8	5,0	4,7	7,3	6,7 (7,0)	5,9 (5,9)
Дефицит/ профицит фед. бюджета, млрд. руб	-56,6	173,5	275,3	179,2	228,2	378,3	187,0
• к ВВП, %	-1,17	2,37	3,08	1,65	1,72	2,4 (2,2)	1,0 (1,3)
Экспорт, млрд. долл.	75,6	105,0	101,9	107,3	135,9	158,8 (158,8)	142,1 (154,1)
Импорт, млрд. долл.	39,5	44,9	53,8	61,0	75,4	92,5 (90,0)	98,9 (101,8)
Сальдо торгового баланса, млрд. долл.	36,1	60,1	48,1	46,3	60,5	66,3 (65,9)	43,2 (52,5)
Сальдо текущего счета платеж- ного баланса, млрд. долл.	24,62	46,84	33,94	29,12	35,91	(41,2)	(29,8)
• в % к ВВП	13,78	18,05	11,44	8,52	7,96	(7,64)	(4,98)
Прирост потребительских цен, %	36,5	20,2	18,6	15,1	12,0	10,0 (10,4)	7,5 (9,0)
Золотовалютные резервы, млрд. долл.	12,5	28,0	36,6	47,8	76,9	(98,3)	(109,5)
В т.ч. валютные резервы	8,5	24,3	32,5	44,1	73,2	(94,5)	(105,8)
Резервные деньги, млрд. руб.	439,7	739,8	951,3	1261,6	1947,7		
• в % к предыдущему году	66,7	68,3	28,6	32,6	54,1	2448,3 (25,7)	2712,7 (10,8)
Прирост денежного агрегата M2, %	57,5	61,5	39,7	32,4	50,5	(32,1)	(25,5)
Валовой внешний долг							
• Объем, млрд. долл.	177,8	160,5	149,0	153,2	182,1	150,8	149,7
• Темпы прироста, %	-5,4	-9,8	-7,2	2,8	18,9	-17,2	-0,8
• в % к ВВП	99,5	61,9	50,2	44,8	40,4	28,0	25,0
Внешний гос. долг, млрд. долл.	130,7	116,0	103,2	96,7	97,9	...	...
Приток прямых иностранных инвестиций, млрд. долл.	3,31	2,71	2,75	3,46	1,14	5,93	...
Валютный курс (на конец года), руб./долл.	27,00	28,16	30,14	31,78	29,45	29,60	30,80

Примечание:

- 1) ВВП в текущих ценах и внешний долг за 2004-2005 гг. – прогнозные данные Минфина РФ.
- 2) В скобках – данные консенсус-прогноза Центра Развития
- 3) Данные по внешней торговле, приросту потребительских цен и динамике реального ВВП за 2004-2005 гг. – прогноз МЭРТ РФ
- 4) Сальдо текущего счета платежного баланса – данные МВФ

Рассчитано и составлено по: данные официальной статистики РФ (Банк России, Минфин РФ, Минэкономразвития РФ), данные Международного Валютного Фонда и консенсус – прогноз Центра Развития.

Рис. 9



По последнему, “оптимистическому” прогнозу Минэкономразвития в предстоящие три года (2005-2007 гг.) темпы роста экономики не превысят 6-7%, то есть опустятся ниже 7,3%, которые необходимы для реализации задачи удвоения ВВП к 2012 году, намеченной

в Послании Президента РФ 2004 г. и в последнем целевом прогнозе Правительства РФ (см. Рис. 9). Пока что разворачивание негативных макроэкономических тенденций сдерживается и камуфлируется тем, что сверхвысокие доходы от экспорта сырья поддерживают инвестиционную активность. Но в дальнейшем, даже при сохранении высоких мировых цен на нефть (как минимум 28\$ за баррель), Россия не сможет сохранить нынешний уровень этой поддержки и столкнется с нарастающей угрозой системного финансового кризиса.

*Во-первых*, проводимая в России экономическая политика слабо связана с продвижением структурных реформ, что ведет к дальнейшему накоплению в экономике структурных деформаций и усугублению ее “голландской болезни” (опора экономики на массовый сырьевой экспорт). Последствия “голландской болезни” хорошо известны:

- валютные сверхдоходы от сырьевого экспорта поддерживают завышенный валютный курс рубля, что снижает конкурентоспособность других экспортных статей;
- предприятия продолжают широко ориентироваться на импорт, что создает антистимулы к модернизации производства;
- экспортные сверхдоходы тормозят приток капиталов в несырьевые сектора (с относительно низкой доходностью), что препятствует отраслевой диверсификации экономики и повышению устойчивости экономического роста;
- поддерживается высокая зависимость экономики от конъюнктуры мировых рынков сырья.

*Во-вторых*, реформы естественных монополий практически не идут. В экономике сохраняется крупный нерыночный сектор – отрасли с нерегулируемыми ценами, существующие за счет перекрестного субсидирования (газ, электроэнергия и тепло, железнодорожные перевозки, ЖКХ, бюджетная сфера). Этот сектор подрывает устойчивость экономического роста не только низкой производительностью (более 30%

занятых при 18% в структуре производства ВВП), но и тем, что искажает конкурентные отношения в экономике (в частности, дешевая энергия ведет к избыточному энергопотреблению).

*В-третьих*, с лета 2004 года в связи с “делом ЮКОСа” в России наблюдается резкое возрастание политических рисков (отсутствие защиты прав собственности) и, как следствие, - значительное ухудшение инвестиционного климата – со всеми вытекающими отсюда негативными последствиями для экономического роста:

- возобновилось бегство капиталов. В предыдущие годы чистый отток капитала (экспорт капитала за минусом импорта) постепенно снижался (в 1996-2000 гг. – 18-25 млрд.долл., в 2001 г. – 15 млрд.долл., в 2002 г. – 8,1 млрд.долл., в 2003 г. – уже 2,3 млрд.долл.) и на 2004 г. МВФ прогнозировал, что Россия больше ввезет, чем вывезет. Но в первой половине 2004 года из-за ситуации с ЮКОСом чистый отток капитала из России составил почти 5,5 млрд.долл. (что намного больше, чем за весь 2003 г.), а за весь 2004 г. он может составить от 8,5 млрд.долл. (по прогнозу Минэкономразвития) до 17 млрд.долл. (по прогнозу Центра развития).

- одновременно повысился спрос на иностранные активы со стороны всех агентов, то есть растет внутренняя утечка – долларизация экономики – несмотря на актив торгового баланса. В частности, средства, которые высвободились в июле 2004 г. у банков в результате снижения Банком России нормативов отчисления в фонд обязательного резервирования (с 7% до 3,5%), скорее всего пошли на покупку валюты.

- национальный бизнес сокращает реинвестиции в экономику, что препятствует ее диверсификации в пользу несырьевых отраслей. Впервые повторяется картина, наблюдавшаяся перед кризисом 1998 г.: бизнес в массовом порядке меняет инвестиционные приоритеты в пользу конъюнктурных вложений (в том числе чтобы в условиях возросших рисков извлечь спекулятивные доходы и затем вывезти их из страны).

- снижается и без того скромный приток прямых иностранных инвестиций (даже по официальному прогнозу Минэкономразвития) - иностранные инвесторы дезориентированы насчет того, “куда идет Россия”. Регионы не обладающие запасами нефти, в том числе приграничные с ЕС, могут пострадать больше всего. Притекать будут только “горячие деньги”, что в условиях глобализации повышает риски спекулятивных атак на валюту и финансового кризиса (*Ведомости, 07.08.2004*).

- из-за высоких политических рисков и бегства капиталов, провоцирующего денежный голод, в стране отсутствуют доступные по цене кредитные ресурсы. Это

толкает корпорации и банки к наращиванию более дешевых зарубежных заимствований – размещению еврооблигаций, активному привлечению иностранных кредитов.

Потенциал уязвимости российской экономики, ее незащищенность перед угрозами дестабилизации легко уловить статистически. В *Таблице 13* приведены простейшие макропеременные и макросоотношения, которые широко используются при анализе странового риска или в системах раннего предупреждения кризисных ситуаций. Эти данные показывают, что уже в ближайшие два года Россия столкнется со следующими угрозами:

Таблица 13

**Экономическая уязвимость в посткризисной России: анализ соотношений**

	1997	1998	2001	2002	2003	2004*	2005*
<b>Состояние платежного баланса</b>							
1. Сальдо текущего счета в % к ВВП	-0,02	0,2	11,4	8,5	8,0	7,6	5,0
2. Отношение ЗВР к среднемесячному импорту (число мес.)	3,0	2,5	4,5	6,8	9,1	...	...
3. Импорт в % к ВВП	18,3	45,5	18,1	17,8	16,7	16,7	17,0
4. Доля портфельных инвестиций в притоке иностранных капиталов, %	65,6	69,5	10,6	31,7	31,2	...	...
5. Доля инвалютных обязательств банков и предприятий в объеме внешнего долга, %	18,3	15,9	23,5	25,2	37,4	...	...
<b>Состояние внешней задолженности</b>							
1. Валовой внешний долг в % к ВВП	45,8	147,5	50,2	44,8	41,2	28,0	25,0
2. Внешний госдолг в % к ВВП	33,3	106,7	34,8	28,3	21,7	...	...
3. Коэффициенты обслуживания долга:							
• платежи в % к ВВП	5,2	19,4	8,7	7,3	6,7	4,8	4,3
• платежи в % к экспорту	23,5	33,2	25,8	23,4	22,4	19,5	19,8
4. Структура валового внешнего долга, %							
• федеральной власти	73,5	72,4	69,3	63,1	53,8	...	...
• банков	10,1	5,3	7,6	9,3	13,6	...	...
• предприятий	8,2	10,6	16,0	22,1	27,6	...	...
<b>Состояние ликвидности</b>							
1. Краткосрочный долг в % к:							
• ВВП	11,0	0,6	10,3	7,8	8,2	...	...
• ЗВР	242,7	5,7	83,6	56,1	48,4	...	...
• экспорту	49,7	0,9	30,0	25,0	27,4	...	...
2. Доля краткосрочных обязательств в объеме внешнего долга, %	24,0	...	20,5	17,5	20,4	...	...
3. Прирост денежного агрегата М2, %	29,8	21,3	39,7	32,4	50,5	32,1	25,5
4. Годовой прирост резервных денег, %	27,7	25,3	28,6	32,6	54,1	25,7	10,8
<b>Устойчивость экономического роста</b>							
1. Динамика реального ВВП, %	1,4	-5,3	5,0	4,7	7,3	7,0	5,9
2. Прирост потребительских цен, %	11,0	84,4	18,6	15,1	12,0	10,4	9,0
3. Сальдо бюджета в % к ВВП	-6,4	-4,8	3,1	1,7	1,7	2,2	1,3
4. Приток прямых иностранных инвестиций в % к ВВП	1,5	1,0	0,8	1,0	0,3	1,1	...
5. Инвестиции в основ. капитал в % к ВВП	20,9	17,8	18,9	17,9	...	...	...

*Примечания:*

Показатели за 2004-2005 гг. – оценка на основе консенсус-прогноза Центра развития.

Рассчитано по: данные Банка России, Минфина РФ и Международного Валютного Фонда.

1) *ухудшение состояния платежного баланса по текущим операциям.* По прогнозу Центра развития актив текущего счета баланса сократится к 2005 г. на 14 млрд. долл. и составит не более 5,0% ВВП (на фоне 8% в 2003 г.). По оценкам OECD, к концу 2005 г. актив может вообще исчезнуть – даже если мировая цена на сырую нефть не опустится ниже 25 долл./барр. (OECD, 2004).

Причины:

- *замедление темпов роста экспорта как минимум до 5% в год* (как в середине 2004 г.) – как вследствие замедления роста добычи и, соответственно, физических объемов экспорта нефти (из-за изношенности трубопроводной системы, недостатка стимулов для закрытия старых и освоения новых месторождений), так и в силу слабого наращивания несырьевого промышленного экспорта в тех базовых отраслях, где Россия имеет выявленные конкурентные преимущества (производство стали, алюминия, никеля и удобрений)<sup>9</sup>;

- *дальнейшее наращивание импорта* (с 75,4 млрд. долл. в 2003 г. до 98,9 млрд. долл. в 2005 г. по прогнозу Минэкономразвития), - как по причине расширения внутреннего импортного спроса (в условиях роста денежных доходов населения и завышенного курса рубля), так и в силу действия внешних факторов, объективно усиливающих российскую “голландскую болезнь” (активная экспортная экспансия новых членов ЕС на Восток в условиях давления на их внутренний рынок конкурентного импорта из Западной Европы).

2) *ухудшение состояния внешней задолженности в условиях роста инвалютных заимствований частного сектора.* Как показывают расчеты, уже к 2003 г. частный сектор (предприятия и банки) накопил колоссальный валютный долг, сравнимый с величиной госдолга, - 84 млрд. долл. А доля частных обязательств в совокупном внешнем долге страны поднялась до 37%, что в 2 раза выше, чем в предкризисном 1997 году. Это тем более опасно из-за роста краткосрочных обязательств в структуре долга (свыше 20%, что также вполне сопоставимо с 24% в 1997 г.). Повышение процентных ставок на мировых финансовых рынках или потеря доверия кредиторов могут вызвать проблемы с рефинансированием этой задолженности, поставив российский бизнес на грань дефолта.

3) *угроза наплыва “горячих денег” и ухудшения ликвидности.* Усиление зависимости России от конъюнктуры мировых финансовых рынков (в силу нарастания краткосрочной частной задолженности) сопровождается резкими колебаниями в притоке-оттоке капиталов. Рост бегства капиталов происходит на фоне резкого возрастания доли

---

<sup>9</sup> Наращивание в этих четырех энергоемких отраслях будет сдерживаться ростом внутренних цен на энергоносители, завышенным курсом рубля и протекционистскими барьерами со стороны российских торговых партнеров.

портфельных вложений в притоке иностранных инвестиций (за 2001-2002 гг. эта доля выросла втрое - почти до 32%), а рост инвалютных заимствований российских предприятий – на фоне возрастания их вложений в зарубежные активы. При этом бегство капиталов никак не компенсируется притоком в экономику прямых иностранных инвестиций (их объем остается мизерным, не превышающем одного процента ВВП), что ухудшает состояние текущей ликвидности.

4) *угроза ухудшения внутренней ликвидности.* По оценке Центра развития, Россия столкнется в ближайшие два года с нарастанием “денежного голода”: годовой прирост денежного агрегата М2 сократится вдвое – с 50,5% в 2003 г. до 25,5% в 2005 г. При этом валютный голод будет расти намного быстрее, чем рублевый: прирост резервных денег (чистых валютных поступлений в экономику) замедлится в шесть раз – с 54,1% в 2003 г. до 10,8% в 2005 г. В итоге в стране повысятся риски неплатежей (дефолтов) экономических агентов по текущим инвалютным обязательствам.

5) сокращение профицита федерального бюджета относительно величины ВВП (с 1,7% в 2003 г. до 1,3% в 2005 г.).

Все эти тенденции, наряду с ожидаемым замедлением темпов экономического роста (до 5,9%), позволяет сделать вывод не просто о неустойчивости экономического развития сегодняшней России, а о том, что в среднесрочной перспективе ей грозит очередная девальвация – вместо планируемого удвоения ВВП и повышения качества жизни.

### **Сопоставление с предкризисной ситуацией 1998 г.**

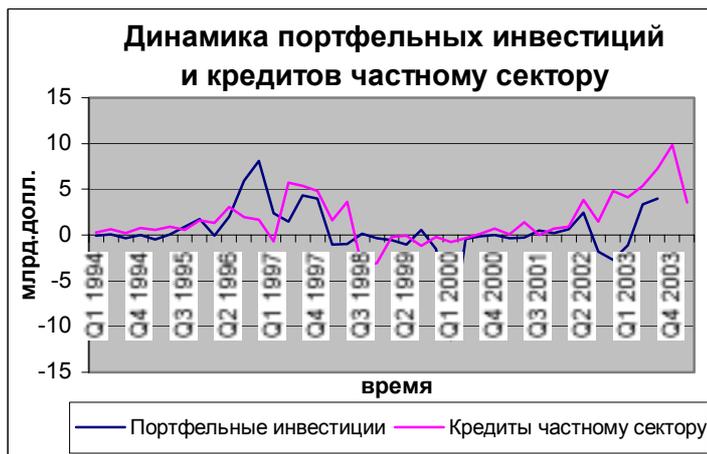
Насколько схожи наблюдаемые сегодня негативные тенденции с теми, что имели место в период до кризиса 1998 г.? Попытаемся ответить на вопрос, *грозит ли сегодняшней России финансовый кризис типа шестилетней давности?*

**Рис. 10**



Динамика чистого оттока капитала с поправкой на сезонность в настоящее время впервые демонстрирует схожую тенденцию с наблюдающейся до кризиса 1998 г.: происходит резкая смена оттока-притока капитала (см. Рис.10). Накатившаяся волна бегства капитала вызвана не только с

Рис. 11



динамика портфельных инвестиций и кредитов частному сектору: несколько меньший по величине, чем в докризисный период, приток портфельных инвестиций сопровождается более значительным по сравнению с предкризисным уровнем ростом иностранных кредитов частному сектору. Как отмечалось выше, наращивание в настоящее время зарубежных заимствований связано, прежде всего, с отсутствием в стране доступных по цене кредитных ресурсов.

Рис. 12



Рис. 13



“делом ЮКОСа”, но также и тенденцией к повышению ставок в США при их снижении в России и завершением периода “сброса” дешевающей валюты населением.

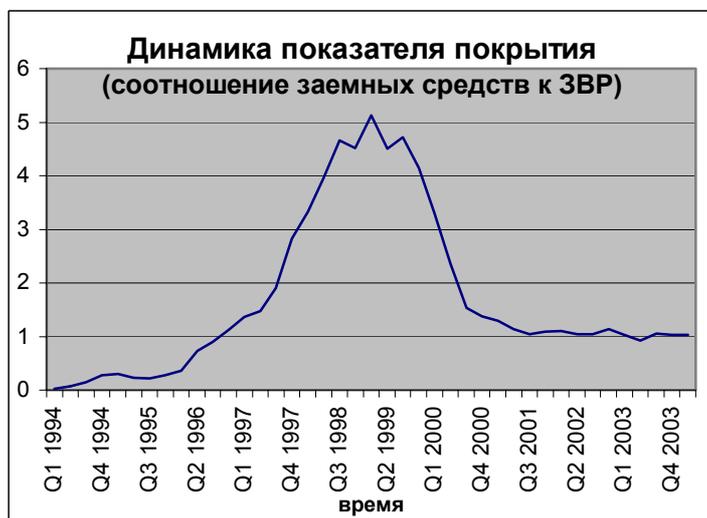
Как видно из Рис. 11, впервые после кризиса существует аналогия в

Наблюдавшееся с конца 1997 г. снижение золотовалютных резервов (см. Рис. 12) было обусловлено, главным образом, приобретением иностранной валюты российскими резидентами. В настоящее время, несмотря на растущую внутреннюю утечку капитала - долларизацию экономики - золотовалютные резервы стремительно растут: в октябре 2004 г. они превысили рубеж в 100 млрд. долл., а в ноябре уже достигли отметки в 115 млрд.долл.

В отличие от предкризисного периода, для которого был характерен огромный дефицит

государственного бюджета (см. Рис. 13), в настоящее время сохраняется достигнутый с 2000 г. профицит. Однако он имеет тенденцию к сокращению: согласно Консенсус-прогнозу Центра Развития сальдо бюджета в 2005 г. составит на 112 млрд. руб. меньше, чем в 2004 г. (Центр развития, 04.08.2004).

Рис. 14



Для того, чтобы окончательно ответить на поставленный вопрос о возможном повторении в России финансового кризиса типа 1998 г., построим показатель покрытия золотовалютными резервами притока иностранных капиталов, поступающих в виде портфельных инвестиций и кредитов частному сектору. Для каждого периода  $i$  значение

показателя покрытия рассчитывается по следующей формуле:

$$Coverage_i = \frac{\sum_0^i Portfinv + \sum_0^i Credits}{Totalreserves_i}, \text{ где}$$

$Portfinv$  – портфельные инвестиции;  
 $Credits$  – кредиты частному сектору;  
 $Totalreserves$  – золотовалютные резервы.

Как видно из Рис. 14, динамика показателя покрытия отчетливо иллюстрирует наступление кризиса в 1998 г. Предкризисный всплеск показателя покрытия связан с расходом золотовалютных резервов на поддержание национальной валюты на фоне растущего притока как портфельных инвестиций, так и кредитов частному сектору. В настоящее время показатель покрытия демонстрирует стабильную динамику, что объясняется наличием в стране большого запаса золотовалютных резервов, вполне достаточного для полного покрытия нарастающего притока иностранных капиталов.

Таким образом, сопоставительный анализ сегодняшних макроэкономических тенденций с наблюдавшимися в докризисный период выявил целый ряд схожих черт. Так, рост бегства капиталов, происходящий на фоне резкого возрастания портфельных вложений и инвалютных заимствований частного сектора, свидетельствует о том, что российский бизнес возвращается к спекулятивно-инвестиционным стратегиям 1997-1998 гг. Вместе с тем, в связи с улучшением состояния госфинансов и крайне благоприятным изменением конъюнктуры мировых цен на сырье, позволившим значительно увеличить

объем золотовалютных резервов и создать стабилизационный фонд, наступление финансового кризиса, совершенно аналогичного кризису 1998 г., маловероятно. Однако потенциал кризисной уязвимости российской экономики остается достаточно высоким, что может проявиться в развертывании финансового кризиса в какой-нибудь другой форме. Так, например, согласно исследованию экспертов Центра Развития, Россия близка к сценарию азиатского финансового кризиса 1997 г., который был связан не с состоянием госфинансов, а с ухудшением структуры финансов частного сектора (*Центр развития, 12.04.2004*).

Улавливаются ли подобные угрозы в оценках ведущих рейтинговых агентств?

### **3.2. Уточнение уровня российского странового риска (построение оценочной модели)**

Поскольку в посткризисный период Россия своевременно и в полном объеме оплачивала накопленную задолженность, то к началу 2003 г. агентство “Standard&Poor’s” повысило ее суверенный рейтинг по долгосрочным обязательствам до исторического максимума – ВВ (обязательства достаточно надежны, но существует постоянная угроза неплатежа).

В середине мая 2003 г. другое рейтинговое агентство - “Fitch” - также повысило российский суверенный рейтинг до уровня ВВ- по долгу в иностранной валюте и до ВВ+ по долгу в национальной валюте. Вслед за этим, в октябре 2003 г., третье ведущее агентство - “Moody’s” - повысило российский рейтинг до инвестиционного уровня (Вaa3).

По данным Банка России (*Банк России, 2003*), “Moody’s” пошло на такое решение, руководствуясь следующими соображениями:

1) *способность и готовность России оплачивать свои долги.* В 2003 г. Россия успешно прошла “пик платежей” по внешнему госдолгу (более 17 млрд. долл. из общей суммы в 124 млрд. долл.). Несмотря на то, что величина внешнего долга остается достаточно высокой (валовой долг составил в 2003 г. 182,1 млрд. долл., в том числе государственный – 97,9 млрд. долл.), уровень совокупной задолженности относительно ВВП (41,2% в 2003 г.) сегодня соответствует среднему показателю для стран с инвестиционным рейтингом (35-40%) (*см. Таблицу 13*);

2) *принципиальное улучшение ситуации в налогово-бюджетной сфере.* К концу 2003 г. Россия уже четвертый год подряд сводила бюджет с профицитом, а масштабные экспортные поступления позволили ей накопить значительные бюджетные резервы и создать стабилизационный фонд;

3) *появление устойчивого актива текущего счета платежного баланса.* В течение 2000-2003 гг. актив увеличился в среднем в 4 раза (по сравнению с периодом 1996-1999 гг.) и достиг 36 млрд. долл.;

4) *благоприятные показатели притока-оттока из страны капиталов.* По мнению аналитиков агентства “Moody’s”, критическая точка вывоза капиталов из России находится на уровне 20-25 млрд. долл. в год, тогда как уже в III квартале 2003 г. чистый вывоз капитала сектором нефинансовых предприятий и домашних хозяйств сократился до 3,8 млрд. долл., а чистый вывоз капитала банковским сектором – до 3,9 млрд. долл.

Вместе с тем, другие рейтинговые агентства заняли в отношении России принципиально отличную от “Moody’s” оценочную позицию. Так, “Standard&Poor’s” объявило, что для получения инвестиционного рейтинга России необходимо провести структурные реформы, ускорить формирование демократической культуры и политических институтов. В январе 2004 г. это агентство повысило российский рейтинг только до BB+ (одна ступень ниже инвестиционного уровня), увязав это, главным образом, с повышением мировых цен на нефть, подстегивающим экономический рост.

Более того, в августе 2004 года из-за ситуации с ЮКОСом, агентство заявило, что, несмотря на благоприятные макропоказатели России не следует пока рассчитывать на ожидаемое повышение рейтинга до инвестиционного уровня. “Standard&Poor’s” поставило рейтинг России в прямую зависимость от политической стабильности и определенности, то есть фактически поставило страну под угрозу снижения рейтинга из-за возросших политических рисков.

Между тем, даже без учета фактора возрастания политических рисков в течение 2004 г. ныне присвоенные России рейтинги малоинформативны в плане улавливания тех кризисных тенденций, которые, как показал наш анализ, разворачиваются в ее экономике.

В связи с этим, автор предпринял попытку самостоятельно оценить уровень странового риска сегодняшней России.

### ***Спецификация модели***

В качестве базовой методики была использована работа Антонио Афонсо 2002 года, которая дает современное представление о детерминантах кредитных рейтингов (Afonso, 2002). Зависимой переменной выступает страновой кредитный рейтинг, который трансформируется из буквенной символики в числовую как путем линейной, так и путем логарифмической трансформации.

### *Система объясняющих признаков*

Выбор объясняющих переменных основан на используемых рейтинговыми агентствами детерминантах суверенных кредитных рейтингов, а также на выявленных в ходе анализа реальных факторах кризисной уязвимости и специфических факторах уязвимости для сегодняшней России.

Согласно исследованию Афонсо, суверенные кредитные рейтинги в настоящее время определяются фактически теми же факторами, что и в докризисный период – реальным ВВП на душу населения, индексом потребительских цен, темпами роста реального ВВП, прецедентами дефолтов и отношением внешнего госдолга к экспорту. Несмотря на то, что Афонсо не выявил значимого влияния на страновой кредитный рейтинг сальдо государственного бюджета в процентах к ВВП, эта переменная является довольно спорной: разные исследователи при объяснении странового кредитного рейтинга получают кардинально противоположные результаты относительно ее значимости. Поэтому автор включает ее в анализ для самостоятельной проверки.

Кроме того, в анализе также учитываются две дополнительные группы переменных. Первая группа включает переменные, отражающие реальные, в том числе глубинные, факторы кризисной уязвимости, общие для всех рассмотренных потрясений. Согласно подходу МВФ, единственный способ правильно отразить нарастающую кризисную уязвимость – рассматривать не причины кризиса, которые в каждом конкретном случае и в каждом конкретном историческом периоде могут быть разными, а сконцентрироваться на общих симптомах, характерных для всех однотипных системных шоков (*Berg, Borensztein, Pattillo, 2004, p.36*). В данной работе такими симптомами служат доля портфельных инвестиций и доля кредитов частному сектору в притоке иностранных капиталов, являющиеся индикаторами притока в страну “горячих денег”, а также доля сырья (нефти, нефтепродуктов, газа) в структуре экспорта, свидетельствующая о степени зависимости страны от внешних товарных рынков. Выявленный в ходе исследования общекризисный глубинный фактор уязвимости – предпосылки для недобросовестного поведения не поддается непосредственной квантификации. Вместе с тем, в некоторой степени его можно аппроксимировать такими показателями, как соотношение собственных и заемных средств в корпоративном секторе, масштабами теневого сектора, коррумпированностью и чистым оттоком капитала. Однако статистические данные по России по первым трем показателям либо вообще не существуют, либо недоступны. Поэтому этот глубинный фактор уязвимости будет учтен при включении в модель чистого оттока капитала, который мы относим здесь ко второй группе объясняющих переменных.

Вторая группа переменных отражает специфические для России факторы кризисной уязвимости. Это – доля добывающих отраслей в промышленном производстве<sup>10</sup>, раскрывающая степень недифференцированности отраслей экономики и накопления структурных деформаций, а также показатель чистого оттока капиталов, отражающий изменение инвестиционных приоритетов бизнеса в пользу спекулятивных вложений в связи с притоком “горячих денег” и атаками на национальную валюту.

Уточним, как влияют рассматриваемые объясняющие переменные на платежеспособность страны по обязательствам, то есть на суверенный кредитный рейтинг, отражающий фактически степень кризисной уязвимости экономики.

1. *ВВП на душу населения*: ожидаемый знак – положительный. Странам с меньшей величиной ВВП на душу населения труднее решать вопросы, связанные с обслуживанием долга. Потому у таких стран выше вероятность объявления дефолта, то есть ниже кредитный рейтинг.

2. *Индекс потребительских цен (%-ное изменение)*: ожидаемый знак - отрицательный. Высокая инфляция свидетельствует о структурных проблемах государственных финансов. Когда правительство не может или не хочет оплачивать текущие расходы посредством сбора налогов или выпуска долговых обязательств, ему приходится прибегать к печатанию денег. Это приводит к инфляции, которая, в свою очередь, снижает неиндексированный непогашенный внутренний долг. Следовательно, инфляционное финансирование может рассматриваться как дефолт по внутреннему долгу. Вместе с тем, высокая инфляция, отражающая фактически характер проводимой экономической политики, может свидетельствовать также и об увеличении вероятности дефолта по внешнему долгу. Таким образом, высокая инфляция, отражающая более высокую вероятность дефолта, понижательно влияет на суверенный кредитный рейтинг.

3. *Темпы роста реального ВВП (%-ное изменение)*: ожидаемый знак – положительный. Более высокие темпы роста экономики позволяют стране при прочих равных условиях относительно снизить свою задолженность, что облегчает обслуживание будущих обязательств и в целом подразумевает более высокий суверенный кредитный рейтинг.

4. *Прецеденты дефолтов*: ожидаемый знак – отрицательный. Страны, испытавшие в прошлом дефолт, с меньшей вероятностью расплатятся по своим будущим обязательствам. Соответственно, таким странам присваиваются более низкие рейтинги.

---

<sup>10</sup> В связи с недоступностью статистических данных и учитывая сырьевую ориентацию российской экономики, здесь в качестве меры степени недифференцированности отраслей экономики взята доля топливной промышленности в промышленном производстве.

5. *Отношение внешнего госдолга к экспорту (%)*: ожидаемый знак – отрицательный. Страны с более высоким отношением внешнего госдолга к экспорту наиболее подвержены негативным изменениям в условиях торговли или падению спроса со стороны иностранных контрагентов. Следовательно, вероятность дефолта у таких стран выше, и им присваиваются более низкие рейтинги.

6. *Сальдо государственного бюджета к ВВП (%)*: ожидаемый знак – положительный. Страны с низким (отрицательным) сальдо государственного бюджета к ВВП испытывают трудности в привлечении средств в доходную часть бюджета и в эффективном распределении средств из его расходной части. Соответственно у таких стран выше вероятность дефолта и ниже кредитные рейтинги.

7. *Доля портфельных инвестиций в притоке иностранных капиталов (%)*: ожидаемый знак – отрицательный. Высокая доля портфельных инвестиций в притоке иностранных капиталов отражает массовый приток в страну “горячих денег”, что повышает вероятность спекулятивных атак на ее валюту и, следовательно, финансового кризиса и дефолта. Поэтому страны с высокой долей портфельных инвестиций в притоке иностранных капиталов должны иметь более низкие кредитные рейтинги.

8. *Доля кредитов частному сектору в притоке иностранных капиталов (%)*: ожидаемый знак – отрицательный. Высокая доля кредитов частному сектору в притоке иностранных капиталов повышает, вообще говоря, долю необеспеченных кредитов и, следовательно, вероятность дефолта в широком смысле. Поэтому страны с высокой долей кредитов частному сектору в притоке иностранных капиталов должны иметь более низкие кредитные рейтинги.

9. *Доля сырья (нефти, нефтепродуктов, газа) в структуре экспорта (млрд.долл.)*: ожидаемый знак – отрицательный. Страны с более высокой долей сырья в структуре экспорта сильнее подвержены изменениям на внешних товарных рынках, в частности, изменениям конъюнктуры цен на сырье. Подобная зависимость повышает вероятность дефолта у этих стран, а, следовательно, рейтинги у них должны быть ниже.

10. *Доля добывающих отраслей в промышленном производстве (%)*: ожидаемый знак – отрицательный. Страны с большой долей добывающих отраслей в промышленном производстве имеют высокую отраслевую недифференцированность, что способствует накоплению структурных деформаций и повышает вероятность дефолта в широком смысле. Поэтому рейтинг у таких стран должен быть ниже.

11. *Показатель чистого оттока капиталов (млрд.долл.)*: ожидаемый знак – отрицательный. Высокое значение данного показателя может отражать как присутствие в экономике элементов недобросовестного поведения, так и стремление инвесторов к

спекулятивным вложениям, или в целом экономическую и политическую нестабильность в стране. Все это повышает вероятность атак на национальную валюту, финансового кризиса и дефолта. Следовательно, страны с высокими значениями чистого оттока капиталов и долларизации экономики должны иметь более низкие кредитные рейтинги.

### ***Эконометрическая модель и основная гипотеза исследования***

Оцениваемая модель для каждого периода  $i$  выглядит следующим образом:

$$\text{RATING}_i = \alpha_0 + \alpha_1 \text{GDPPC}_i + \alpha_2 \text{INFL}_i + \alpha_3 \text{GDPGR}_i + \alpha_4 \text{DEF}_i + \alpha_5 \text{DEBTX}_i + \alpha_6 \text{BUDGET}_i + \alpha_7 \text{PORTFINV}_i + \alpha_8 \text{CREDITPS}_i + \alpha_9 \text{RAWX}_i + \alpha_{10} \text{MINING}_i + \alpha_{11} \text{NETOUTFLOW}_i \quad (1)$$

- $\text{RATING}$  – количественная переменная, полученная путем линейной и логарифмической трансформации;
- $\text{GDPPC}$  - ВВП на душу населения (млрд.руб.);
- $\text{INFL}$  - индекс потребительских цен (%; 2000=100);
- $\text{GDPGR}$  - темпы роста реального ВВП (%; 1994=100);
- $\text{DEF}$  - прецеденты дефолтов (принимает значение 1, если в прошлом был дефолт и 0 – наоборот);
- $\text{DEBTX}$  - отношение внешнего госдолга к экспорту (%);
- $\text{BUDGET}$  - сальдо государственного бюджета к ВВП (%);
- $\text{PORTFINV}$  – доля портфельных инвестиций в притоке иностранных капиталов (%);
- $\text{CREDITPS}$  – доля кредитов частному сектору в притоке иностранных капиталов (%);
- $\text{RAWX}$  - доля сырья в структуре экспорта (млрд.долл.);
- $\text{MINING}$  - доля добывающих отраслей в промышленном производстве (%);
- $\text{NETOUTFLOW}$  – показатель чистого оттока капиталов (млрд.долл.).

Проверяемой в исследовании гипотезой выступает предположение о том, что выделенные общекризисные и специфические для российской экономики факторы уязвимости значимо влияют на ее суверенный кредитный рейтинг. При этом полученный с помощью добавления в анализ этих переменных рейтинг будет ниже, чем тот, который нам сегодня присваивают лидирующие рейтинговые агентства - “Standard&Poor’s” и “Moody’s”, то есть истинная кризисная уязвимость российской экономики в настоящий момент фактически выше.

### ***Источник данных и выборка***

Источником данных послужила база Международной Финансовой статистики (International Financial Statistics) Международного Валютного Фонда, данные Федеральной службы государственной статистики и данные Государственного таможенного комитета РФ.

Исходя из целей исследования и доступности статистики, автор выбрал для анализа поквартальные данные: ежемесячные данные по некоторым из рассматриваемых переменных вообще не существуют, а использование годовых данных резко снижает количество наблюдений, что в условиях объективно коротких российских временных

рядов значительно усложняет анализ. Поэтому наиболее оптимальным представляется использование поквартальных данных, с помощью которых можно достаточно детально проследить динамику необходимых переменных. Вместе с тем, использование поквартальных данных вынуждает корректировать некоторые временные ряды на сезонную составляющую, в частности – темпы роста реального ВВП, долю портфельных инвестиций в притоке иностранных капиталов, долю кредитов частного сектора в притоке иностранных капиталов, долю сырья в структуре экспорта и чистый отток капитала.

В силу недоступности большого количества данных в первую половину 1990-х годов и в связи с присвоением первого суверенного кредитного рейтинга России агентством “Standard&Poor’s” и агентством “Moody’s” лишь в конце 1996 года, рассматриваемый в данной работе временной ряд ограничен периодом с последнего квартала 1996 года до середины 2004 года.

### ***Результаты модели***

В связи с отсутствием достаточного количества значений, которые может принимать зависимая переменная, рассматриваемая модель оценивалась с помощью метода наименьших квадратов. Из множества проанализированных вариантов модели приведем здесь наиболее статистически значимые.

Сначала в модель были включены только первые шесть объясняющих переменных, которые, согласно подходу Афонсо, представляют собой детерминанты суверенных кредитных рейтингов:

$$\begin{aligned} \text{RATING}_i = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{GDPPC}_i + \alpha_2 \text{INFL}_i + \alpha_3 \text{GDPGR}_i + \alpha_4 \text{DEF}_i \\ & + \alpha_5 \text{DEBTX}_i + \alpha_6 \text{BUDGET}_i \end{aligned} \quad (2)$$

Проверка применимости выводов Афонсо на российских данных при линейной трансформации рейтинга агентств “Standard&Poor’s” и “Moody’s” выявила, что суверенные кредитные рейтинги России определяются, главным образом, у “Standard&Poor’s” ВВП на душу населения, индексом потребительских цен, темпами роста реального ВВП и прецедентами дефолтов (см. *Таблицу 14*), а у агентства “Moody’s” - теми же факторами плюс отношением внешнего долга к экспорту (см. *Таблицу 15*).

Таблица 14

## Оценка уравнения (2) по данным “Moody’s” при линейной трансформации рейтинга

Объясняющие переменные	M1	M2	M3	M4
Константа ( $\alpha_0$ )	8,240905 * (22,76235)	8,532632 * (21,17699)	7,453288 * (18,04321)	7,752528 * (17,66973)
GDPPC ( $\alpha_1$ )	0,002272 * (10,64481)	0,00234 * (10,96925)		
INFL ( $\alpha_2$ )			0,059941 * (10,06839)	0,062226 * (10,49547)
GDPGR ( $\alpha_3$ )	-0,08687 ** (-2,235)	-0,08011 ** (-2,09536)	-0,0974 ** (-2,36654)	-0,09071 ** (-2,26362)
DEF ( $\alpha_4$ )	-4,98136 * (-9,7595)	-4,96869 * (-9,9624)	-6,16876 * (-10,1771)	-6,21046 * (-10,5664)
DEBTX ( $\alpha_5$ )		-0,00103 (-1,51193)		-0,00118 *** (-1,66373)
Нормир. R <sup>2</sup>	0,817345	0,825648	0,800357	0,812626
Число наблюдений	31	31	31	31

Примечания: в скобках приведены t-статистики.

- \* - коэффициент значим на 1% уровне значимости;
- \*\* - коэффициент значим на 5% уровне значимости;
- \*\*\* - коэффициент значим на 10% уровне значимости.

Источник: авторская оценка

В Таблице 14 приведены наиболее значимые варианты оценки модели по данным “Moody’s” при линейной трансформации рейтинга. Знаки коэффициентов полностью соответствуют ожидаемым за исключением коэффициента при индексе потребительских цен и темпах роста реального ВВП. При сравнении нормированных R<sup>2</sup> лучшими вариантами выступают M1 и M2. Однако в варианте M2, несмотря на больший нормированный R<sup>2</sup>, отношение внешнего долга к экспорту является статистически незначимым на стандартных уровнях значимости (оно значимо только на 15%). Поэтому для целей дальнейшего анализа мы выбираем вариант M1.

Наиболее значимые варианты оценки модели по данным “Standard&Poog’s” при линейной трансформации рейтинга приведены в Таблице 15. Знаки коэффициентов соответствуют ожидаемым, кроме коэффициента при индексе потребительских цен и темпах роста реального ВВП. Сравнение нормированных R<sup>2</sup> приводит к выбору варианта S1 для дальнейшего анализа.

**Оценка уравнения (2) по данным “Standard&Poor’s”  
при линейной трансформации рейтинга**

Объясняющие переменные	S1	S2
Константа ( $\alpha_0$ )	6,607256429 * (10,62544741)	5,171442 * (7,566967)
GDPPC ( $\alpha_1$ )	0,004036753 * (11,01006366)	
INFL ( $\alpha_2$ )		0,107515 * (10,91575)
GDPGR ( $\alpha_3$ )	-0,36037654 * (-5,398433151)	-0,38219 * (-5,61291)
DEF ( $\alpha_4$ )	-7,876304613 * (-8,984342685)	-10,0553 * (-10,0268)
Нормир. $R^2$	0,824962348	0,822486
Число наблюдений	31	31

Примечания: в скобках приведены t-статистики.

\* - коэффициент значим на 1% уровне значимости;

\*\* - коэффициент значим на 5% уровне значимости;

\*\*\* - коэффициент значим на 10% уровне значимости.

Источник: авторская оценка

В Таблице 16 приведен предсказанный с помощью модели M1 и S1 суверенный кредитный рейтинг России при его линейной трансформации. Ошибка, полученная как разница между присваиваемым агентством и предсказанным значением рейтинга России, в случае “Moody’s” не превышает двух рейтинговых ступеней, что является очень высоким качеством приближения, а в случае “Standard&Poor’s” – равна 3 рейтинговым ступеням только в двух случаях.

Теперь в лучшие варианты модели – M1 и S1 - добавим объясняющие переменные из двух дополнительных групп и оценим уравнение (1) при линейной трансформации рейтинга. В результате анализа различных вариантов лучшими при оценке данных “Moody’s” стали следующие:

$$1) \text{RATING}_i = 12,185 + 0,003\text{GDPPC}_i - 0,051\text{GDPGR}_i - 4,746\text{DEF}_i - 0,272\text{MINING}_i ,$$

(6,483)            (10,73)            (-1,879)            (-9,641)            (-2,134)

нормир.  $R^2 = 0,839$

$$2) \text{RATING}_i = 8,528 + 0,002\text{GDPPC}_i - 0,085\text{GDPGR}_i - 4,697\text{DEF}_i + 0,096\text{NETOUTFLOW}_i ,$$

(21,101)            (9,728)            (-2,241)            (-8,777)            (1,879)

нормир.  $R^2 = 0,825$

Таким образом, из всех рассмотренных дополнительных переменных на суверенный кредитный рейтинг России по данным “Moody’s” значимо влияют доля добывающих отраслей в промышленном производстве и показатель чистого оттока капиталов. Сравнение нормированных  $R^2$  приводит к окончательному выбору первой модели.

Таблица 16

**Ошибки предсказания при линейной трансформации рейтинга для модели S1 по данным “Standard&Poor’s” и для модели M1 по данным “Moody’s”**

Период	Суверенный кредитный рейтинг			Суверенный кредитный рейтинг				
	Рейтинг “Standard & Poor’s”	Предсказанный рейтинг	Ошибка предсказания	Рейтинг “Moody’s”	Предсказанный рейтинг	Ошибка предсказания		
1996 IV	BB-	9	10	1	Ba2	10	10	0
1997 I	BB-	9	9	0	Ba2	10	9	1
II	BB-	9	9	0	Ba2	10	9	1
III	BB-	9	8	1	Ba2	10	9	1
IV	BB-	9	8	1	Ba2	10	9	1
1998 I	BB-	9	9	0	Ba3	9	9	0
II	BB-	9	10	1	B1	8	10	2
III	B+	8	5	3	B3	6	5	1
IV	CCC-	3	5	2	B3	6	6	0
1999 I	SD	1	3	2	B3	6	5	1
II	SD	1	2	1	B3	6	5	1
III	SD	1	1	0	B3	6	5	1
IV	SD	1	0	1	B3	6	5	1
2000 I	SD	1	1	0	B3	6	5	1
II	SD	1	2	1	B3	6	6	0
III	SD	1	3	2	B3	6	6	0
IV	SD	1	4	3	B3	6	7	1
2001 I	B-	6	4	2	B3	6	7	1
II	B-	6	5	1	B3	6	7	1
III	B	7	7	0	B2	7	8	1
IV	B	7	7	0	Ba3	9	8	1
2002 I	B+	8	6	2	Ba3	9	7	2
II	B+	8	7	1	Ba3	9	8	1
III	BB-	9	9	0	Ba3	9	9	0
IV	BB-	9	9	0	Ba3	9	9	0
2003 I	BB	10	8	2	Ba2	10	8	2
II	BB	10	8	2	Ba2	10	9	1
III	BB	10	10	0	Ba2	10	10	0
IV	BB	10	11	1	Baa3	12	10	2
2004 I	BB+	11	11	0	Baa3	12	10	2
II	BB+	11	12	1	Baa3	12	11	1

Источник: авторские расчеты; <http://www.standardandpoors.com>; [www.moody.com](http://www.moody.com)

При оценке данных “Standard&Poor’s” лучшей стала следующая модель:

$$\text{RATING}_i = 7,045 + 0,004\text{GDPPC}_i - 0,358\text{GDPGR}_i - 7,444\text{DEF}_i + 0,147\text{NETOUTFLOW}_i ,$$

(10,058)      (10,046)      (-5,428)      (-8,026)      (1,899)

$$\text{нормир. } R^2 = 0,829$$

На суверенный рейтинг России по данным “Standard&Poor’s” из рассмотренных дополнительных переменных значимо влияет только показатель чистого оттока капиталов.

Теперь оценим окончательно выбранные модели по российским данным за период с последнего квартала 1996 г. до последнего квартала 2002 года включительно и,

используя полученные коэффициенты, построим прогнозные значения рейтинга с первого квартала 2003 года до середины 2004 года (см. Таблицу 17).

Таблица 17

**Прогнозные значения суверенных кредитных рейтингов по российским долгосрочным обязательствам в иностранной валюте при линейной трансформации рейтинга (с начала 2003 г. по середину 2004 г.)**

Период	Суверенный кредитный рейтинг				Рейтинги		Вывод	
	цифровое значение	в терминах Standard&Poor's	в терминах Moody's	S&P's	Moody's			
2003	I	8	8	B+	B1	BB	Ba2	ниже/ниже
	II	9	9	BB-	Ba3	BB	Ba2	ниже/ниже
	III	10	10	BB	Ba2	BB	Ba2	не изм./не изм.
	IV	9	10	BB-	Ba2	BB	Baa3	ниже/ниже
2004	I	9	10	BB-	Ba2	BB+	Baa3	ниже/ниже
	II	9	11	BB-	Ba1	BB+	Baa3	ниже/ниже

Источник: авторские расчеты; <http://www.standardandpoors.com>; [www.moody.com](http://www.moody.com)

Как видно из Таблицы 17, присваиваемые агентствами суверенные кредитные рейтинги систематически превышают рассчитанные нами прогнозные значения рейтинга.

Далее проверим применимость выводов Афонсо на российских данных при логарифмической трансформации рейтинга агентств “Standard&Poor's” и “Moody's”, следуя аналогичному алгоритму. Наиболее статистически значимые варианты моделей по данным “Moody's” приведены в Таблице 18.

Таблица 18

**Оценка уравнения (2) по данным “Moody's” при логарифмической трансформации рейтинга**

Объясняющие переменные	M1	M2	M3
Константа ( $\alpha_0$ )	2,093363 * (49,41089)	1,995231 * (42,54389)	2,027617 * (40,50894)
GDPPC ( $\alpha_1$ )	0,000277 * (11,09172)		
INFL ( $\alpha_2$ )		0,007368 * (10,90064)	0,007615 * (11,25858)
GDPGR ( $\alpha_3$ )	-0,011 ** (-2,41793)	-0,01246 * (-2,6664)	-0,01174 ** (-2,56695)
DEF ( $\alpha_4$ )	-0,62585 * (-10,4782)	-0,77462 * (-11,2561)	-0,77913 * (-11,6196)
DEBTX ( $\alpha_5$ )			-0,00013 (-1,57834)
Нормир. $R^2$	0,833203	0,828397	0,837378
Число наблюдений	31	31	31

Примечания: в скобках приведены t-статистики.

- \* - коэффициент значим на 1% уровне значимости;
- \*\* - коэффициент значим на 5% уровне значимости;
- \*\*\* - коэффициент значим на 10% уровне значимости.

Источник: авторская оценка

По критерию величины нормированного  $R^2$  лучшими моделями можно считать М1 и М3. Однако в варианте М3 отношение внешнего долга к экспорту не значимо на стандартных уровнях значимости (оно значимо только на 15%). Поэтому для дальнейшего анализа мы выбираем вариант М1. Знаки коэффициентов, также как и в случае линейной трансформации рейтинга, соответствуют ожидаемым, кроме коэффициентов при индексе потребительских цен и темпах роста реального ВВП.

Наилучшим вариантом модели по данным “Standard&Poor’s” является следующий:

$$\text{RATING}_i = 2,059 + 0,001\text{GDPPC}_i - 0,124\text{GDPGR}_i - 2,175\text{DEF}_i ,$$

$$\begin{matrix} (5,575) & (7,476) & (-5,679) & (-6,44) \end{matrix}$$

нормир.  $R^2 = 0,773$

В *Таблице 19* приведен предсказанный с помощью отобранных моделей суверенный кредитный рейтинг России при его логарифмической трансформации. Ошибка предсказания в случае “Moody’s” не превышает двух рейтинговых ступеней, а в случае “Standard&Poor’s” – равна 3 рейтинговым ступеням в четырех случаях.

Добавление в отобранные варианты моделей двух групп дополнительных объясняющих переменных и оценка уравнения (1) при логарифмической трансформации рейтинга привели к следующим наилучшим вариантам по данным “Moody’s”:

$$1) \text{RATING}_i = 2,133 + 0,0003\text{GDPPC}_i - 0,011\text{GDPGR}_i - 0,587\text{DEF}_i + 0,013\text{NETOUTFLOW}_i ,$$

$$\begin{matrix} (45,852) & (10,236) & (-2,461) & (-9,525) & (1,771) \end{matrix}$$

нормир.  $R^2 = 0,845$

$$2) \text{RATING}_i = 2,537 + 0,0003\text{GDPPC}_i - 0,007\text{GDPGR}_i - 0,599\text{DEF}_i - 0,031\text{MINING}_i ,$$

$$\begin{matrix} (11,459) & (11,016) & (-1,78) & (-10,336) & (-2,038) \end{matrix}$$

нормир.  $R^2 = 0,851$

Как и при линейной трансформации рейтинга, при логарифмической его трансформации на рейтинг значимо влияют доля добывающих отраслей в промышленном производстве и показатель чистого оттока капитала. Сравнение нормированных  $R^2$  приводит к окончательному выбору второй модели.

По данным “Standard&Poor’s” наилучшей моделью стала следующая, хотя в ней и содержится незначимый свободный член:

$$\text{RATING}_i = -0,583 + 0,025\text{INFL}_i - 0,144\text{GDPGR}_i - 2,558\text{DEF}_i + 0,001\text{PORTFINV}_i +$$

$$\begin{matrix} (-0,604) & (7,925) & (-6,315) & (-8,886) & (1,394) \end{matrix}$$

$$0,123\text{MINING}_i ,$$

$$(1,879)$$

нормир.  $R^2 = 0,798$

Результаты оценки модели по данным “Standard&Poor’s” при логарифмической трансформации рейтинга кардинально отличаются от тех, что получились при его линейной трансформации: здесь значимыми объясняющими переменными стали доля

портфельных инвестиций в притоке иностранных капиталов и доля добывающих отраслей в промышленном производстве.

Таблица 19

**Ошибки предсказания при логарифмической трансформации рейтинга для модели по данным “Standard&Poor’s” и для модели M1 по данным Moody’s”**

Период	Суверенный кредитный рейтинг			Суверенный кредитный рейтинг				
	Рейтинг “Standard & Poor’s”	Предсказанный рейтинг	Ошибка предсказания	Рейтинг “Moody’s”		Предсказанный рейтинг	Ошибка предсказания	
1996	IV	BB-	12	3	Ba2	10	10	0
1997	I	BB-	9	0	Ba2	10	10	0
	II	BB-	8	1	Ba2	10	10	0
	III	BB-	7	2	Ba2	10	10	0
	IV	BB-	8	1	Ba2	10	10	0
1998	I	BB-	9	0	Ba3	9	10	1
	II	BB-	10	1	B1	8	10	2
	III	B+	5	3	B3	6	6	0
	IV	CCC-	4	1	B3	6	6	0
1999	I	SD	3	2	B3	6	6	0
	II	SD	1	0	B3	6	6	0
	III	SD	1	0	B3	6	6	0
	IV	SD	1	0	B3	6	6	0
2000	I	SD	1	0	B3	6	6	0
	II	SD	2	1	B3	6	6	0
	III	SD	2	1	B3	6	7	1
	IV	SD	3	2	B3	6	7	1
2001	I	B-	4	2	B3	6	7	1
	II	B-	5	1	B3	6	8	2
	III	B	7	0	B2	7	9	2
	IV	B	7	0	Ba3	9	9	0
2002	I	B+	7	1	Ba3	9	8	1
	II	B+	7	1	Ba3	9	9	0
	III	BB-	12	3	Ba3	9	10	1
	IV	BB-	7	2	Ba3	9	10	1
2003	I	BB	9	1	Ba2	10	10	0
	II	BB	10	0	Ba2	10	10	0
	III	BB	12	2	Ba2	10	12	2
	IV	BB	13	3	Baa3	12	12	0
2004	I	BB+	11	0	Baa3	12	12	0
	II	BB+	11	0	Baa3	12	13	1

Источник: авторские расчеты; <http://www.standardandpoors.com>; [www.moody.com](http://www.moody.com)

Построение прогнозных значений рейтинга на период с первого квартала 2003 года до середины 2004 года выявило, что, также как и в случае линейной трансформации рейтинга, присваиваемые агентствами суверенные кредитные рейтинги систематически недооценивают уязвимость экономики (см. Таблицу 20).

Таблица 20

**Прогнозные значения суверенных кредитных рейтингов по российским долгосрочным обязательствам в иностранной валюте при логарифмической трансформации рейтинга (с начала 2003 г. по середину 2004 г.)**

Период	Суверенный кредитный рейтинг				Рейтинги		Вывод	
	цифровое значение	в терминах Standard & Poor's	в терминах Moody's	S&P's	Moody's			
2003	I	7	9	B	Ba3	BB	Ba2	ниже/ниже
	II	6	10	B-	Ba2	BB	Ba2	ниже/не изм.
	III	7	10	B	Ba2	BB	Ba2	ниже/не изм.
	IV	8	11	B+	Ba1	BB	Baa3	ниже/ниже
2004	I	11	11	BB+	Ba1	BB+	Baa3	не изм./ниже
	II	10	11	BB	Ba1	BB+	Baa3	ниже/ниже

Источник: авторские расчеты; <http://www.standardandpoors.com>; [www.moody.com](http://www.moody.com)

К аналогичному выводу о систематической недооценке рейтинговыми институтами экономической уязвимости стран с развивающимися рынками пришел Марсель Питер в своей работе 2002 года (*Peter, 2002*). Из *Таблицы 21*, составленной по результатам сопоставления оценок М. Питера (по logit-модели) с оценками ведущих рейтинговых агентств в отношении вероятности суверенного дефолта по внешнему долгу для ряда стран с развивающимися рынками, видно, что в России в начале 2001 года оценки рейтинговых агентств были в четыре раза ниже. Кроме того, по сравнению с 1996 г., в котором вероятность суверенного дефолта по долгу в инвалюте у России была максимальной среди 40 обследуемых стран с формирующимися рынками, в 2001 г. по этому показателю Россия передвинулась лишь на два места вниз, опередив Индонезию и Перу.

Таблица 21

**Оценка вероятности суверенного дефолта по внешнему долгу для ряда стран с формирующимися рынками в начале 2001 г.**

Страны	Трехлетняя кумулятивная оценка вероятности дефолта/показатель уровня дефолта			Рейтинги на 01.01.1997 (долгосрочный)	
	Оценка вероятности дефолта по М. Питеру	Moody's: уровень дефолта	Standard&Poor's: уровень дефолта	Moody's	S&P's
Аргентина	18,15	14,81	6,79	B1	BB-
Бразилия	7,21	14,81	6,79	B1	BB-
Венгрия	2,41	0,25	0,35	A3	A-
Венесуэла	9,82	20,26	20,41	B2	B
Гонконг	3,28	0,25	0,14	A3	A
Индия	4,26	5,05	4,13	Ba2	BB
<b>Индонезия</b>	<b>92,22</b>	<b>27,27</b>	<b>22,37</b>	<b>B3</b>	<b>B-</b>
Китай	6,13	0,25	0,71	A3	BBB
Колумбия	8,48	5,05	4,13	Ba2	BB
<b>Малайзия</b>	<b>2,24</b>	<b>0,60</b>	<b>0,71</b>	<b>Baa2</b>	<b>BBB</b>
<b>Мексика</b>	<b>4,17</b>	<b>1,34</b>	<b>3,15</b>	<b>Baa3</b>	<b>BB+</b>
Перу	85,62	11,89	6,79	Ba3	BB-
Польша	1,95	0,52	0,59	Baa1	BBB+
<b>Россия</b>	<b>81,60</b>	<b>20,28</b>	<b>22,37</b>	<b>B2</b>	<b>B-</b>
Саудовская Аравия	1,60	1,34	---	Baa3	---
Сингапур	0,21	0,00	0,00	Aa1	AAA
<b>Таиланд</b>	<b>2,27</b>	<b>1,34</b>	<b>0,99</b>	<b>Baa3</b>	<b>BBB-</b>
Тайвань	1,03	0,19	0,00	Aa3	AA+
Турция	14,35	14,81	10,43	B1	B+
<b>Филиппины</b>	<b>1,02</b>	<b>3,86</b>	<b>3,15</b>	<b>Ba1</b>	<b>BB+</b>
Чехия	2,71	0,52	0,35	Baa1	A-
Чили	2,48	0,52	0,35	Baa1	A-
<b>Южная Корея</b>	<b>1,96</b>	<b>0,60</b>	<b>0,71</b>	<b>Baa2</b>	<b>BBB</b>

*Примечания:* цветом выделены страны, находившиеся в кризисе

*Источник:* М. Peter (2002) "Estimating Default Probabilities of Emerging Market Sovereigns: A New Look at a Not-So-New Literature", - Graduate Institute of International Studies, Geneva

### **Выводы**

Анализ российской макроэкономической ситуации показал, что на фоне относительно благоприятной экономической обстановки существует целый ряд латентных угроз, свидетельствующих о неустойчивости экономического развития современной России и о высокой реальной уязвимости современной России к финансовому кризису.

Вместе с тем, в связи с улучшением состояния госфинансов и крайне благоприятным изменением конъюнктуры мировых цен на сырье, позволившим значительно увеличить объем золотовалютных резервов и создать стабилизационный фонд, экономическая ситуация в современной России кардинально отличается от той, что была 6-7 лет назад. Поэтому наступление финансового кризиса, совершенно аналогичного кризису 1998 г., по всей видимости, маловероятно. Однако потенциал кризисной

уязвимости российской экономики остается достаточно высоким, что может проявиться в разворачивании финансового кризиса по какому-нибудь другому сценарию.

Динамика присвоенных России в последнее время кредитных рейтингов совершенно не выявляет негативных тенденций, а, напротив, отражает положительную направленность экономического развития страны. Это, наряду со слабой информативностью рейтингов в качестве сигналов раннего предупреждения кризисных ситуаций, ставит под сомнение адекватность оценок рейтинговыми агентствами уровня странового риска России и дает основания предполагать, что горький опыт рейтинговых институтов в предкризисной Мексике, Юго-Восточной Азии и России может повториться.

В связи с этим автор самостоятельно оценивает уровень странового риска сегодняшней России. Взяв за основу используемые агентствами детерминанты суверенного рейтинга, автор оценивает модель на российских данных и выбирает наиболее статистически значимую. При этом рассматриваются два варианта модели – по данным рейтингового агентства “Standard&Poor’s” и по данным агентства “Moody’s”. Далее автор добавляет в лучшую модель по тому и другому варианту специфические для сегодняшней России, а также общие для всех “кризисов XXI века” факторы уязвимости и строит новую модель.

По данным “Standard&Poor’s” при линейной трансформации рейтинга из буквенной шкалы в числовую на кредитный рейтинг России значимо влияет показатель чистого оттока капитала, а при логарифмической трансформации – доля портфельных инвестиций в притоке иностранных капиталов и доля добывающих отраслей в промышленном производстве. По данным “Moody’s” как при линейной трансформации, так и при логарифмической трансформации рейтинга значимо на российский рейтинг влияют доля добывающих отраслей в промышленном производстве и показатель чистого оттока капитала.

Полученные автором значения кредитных рейтингов за 2003 год и первую половину 2004 года при обоих видах рейтинговой трансформации оказываются ниже, чем те, что присваиваются нашей стране рейтинговыми агентствами. Это означает, что последние не вполне отражают реальность российской ситуации: истинная уязвимость национальной экономики перед угрозой системного финансового шока оказывается выше.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Проведенное в диссертационной работе исследование позволяет сформулировать следующие выводы.

1. Соединение для целей анализа тематики финансовых кризисов с малоисследованными проблемами странового риска позволило автору поставить вопрос о роли соответствующих страновых рейтингов в качестве сигналов раннего предупреждения кризисных ситуаций. Выяснилось, что в этом отношении оценки ведущих рейтинговых институтов обладают слабой информативностью. На примере крупнейших финансовых кризисов последнего десятилетия - мексиканского кризиса 1994 г., азиатского кризиса 1997 г. и российского кризиса 1998 г. – было показано, что используемые агентствами методики анализа странового риска недостаточно учитывают специфику современных системных шоков и пока не в состоянии своевременно уловить нарастание кризисных тенденций в странах с развивающимися рынками.

2. Проведенный в работе анализ мексиканского кризиса 1994 г., азиатского кризиса 1997 г. и российского кризиса 1998 г. – показал, что они развивались по совершенно разным сценариям. Вместе с тем, все рассматриваемые финансовые потрясения принадлежат к так называемым “кризисам XXI века”, происходящим в эпоху глобализации и всеобщей мобильности капиталов, и потому обладают характерными для них особенностями - *комплексным характером* (валютные, банковские и долговые шоки переплетаются в разных сочетаниях), *наличием эффекта перетока* (spillover effect - переток кризисных явлений с одного сегмента рынка на другие, из одного сектора в другой), *системным характером* (финансовые шоки сопровождаются дебалансацией реального сектора) и *наличием эффекта эпидемии* (contagion effect - распространение кризиса на другие регионы).

Принадлежность крупных финансовых потрясений последнего десятилетия к “кризисам XXI века” способствовала выявлению *общих по сути, но разных по форме проявления, глубинных причин*, отражающих фундаментальную уязвимость кризисных экономик, - их повышенную зависимость от конъюнктуры мировых рынков (финансовых, сырьевых, валютных) и от институциональных факторов, провоцирующих недобросовестное (рентоориентрованное) поведение на рынке экономических агентов.

Эти ключевые факторы, способные привлечь в страну горячие деньги и создать предпосылки для спекулятивных атак на национальную валюту (как неизменного спутника современных кризисов), лежат не в макроэкономической, а в поведенческой плоскости и поэтому практически не подлежат статистической квантификации.

3. Для того, чтобы правильно оценить экономическую уязвимость современной России к финансовому кризису, мы систематизировали и обосновали упущения агентств в предкризисные периоды в Мексике, Юго-Восточной Азии и России и рассмотрели, были ли они учтены и в какой степени в дальнейшем. Было выделено две категории причин низкой информативности рейтингов странового риска как сигналов раннего предупреждения современных финансовых кризисов:

- а) базовые недостатки в работе рейтинговых институтов (субъективизм суждений экспертов, временные лаги при отражении событий и т.п.);
- б) концептуальные упущения в расчетных методиках – ориентация экспертов на “неверный” набор макропеременных и макросоотношений, не улавливающих реальных дестабилизирующих факторов, прежде всего глубинных.

Представленная в работе эволюция усовершенствования методов оценки странового риска показала, что методические упущения рейтинговых агентств были отчасти учтены мировыми финансовыми институтами, но кардинального изменения методик самих рейтинговых компаний так и не произошло. Это фактически обозначило то, что проблема повышения индикативности рейтингов странового риска осталась нерешенной и по сей день.

4. Российский кризис 1998 г. можно было спрогнозировать заранее при анализе российской ситуации в предкризисном 1997 году. К этому выводу подводит проверка на российских данных методики прогнозирования финансовых кризисов, используемая в 2000 г. Дерриком Риглом и Домиником Сальватором применительно к опыту ЮВА 1996 года.

5. Анализ сегодняшней макроситуации свидетельствует о накоплении в экономике структурных деформаций и усугублении ее “голландской болезни” вследствие слабого продвижения реформ (сохранения крупного нерыночного сектора, недиверсифицированной отраслевой структуры и сырьевой ориентации экспорта). Кроме того, возрастание политических рисков с лета 2004 г. (в связи с “делом ЮКОСа”) резко ухудшило инвестиционный климат, что, в свою очередь, возобновило бегство капиталов, предкризисные финансовые стратегии бизнеса (смена инвестиционных приоритетов на конъюнктурные, связанные с извлечением спекулятивных доходов), а также наращивание частным сектором крупной инвалютной задолженности (в силу дороговизны кредитных ресурсов внутри страны).

Вместе с тем, несмотря на ряд схожих тенденций, развертывание в России финансового кризиса по сценарию 1998 г. маловероятно. Это объясняется улучшением состояния госфинансов и крайне благоприятной конъюнктурой мировых цен на сырье,

позволившей значительно увеличить объем золотовалютных резервов, успешно пройти “пик платежей” 2003 г. и создать стабилизационный фонд.

Так, хотя сегодняшняя динамика роста инвалютных обязательств схожа с предкризисной ситуацией 1998 г., накопленный колоссальный запас золотовалютных резервов позволяет купировать негативные тенденции (значение показателя покрытия золотовалютными резервами притока иностранных капиталов, поступающих в виде портфельных инвестиций и кредитов частному сектору, почти в 5 раз ниже того, что был в предкризисный период).

Однако это не означает, что Россия не может столкнуться с финансовым кризисом другого типа: в связи с нарастанием дестабилизирующих тенденций, потенциал кризисной уязвимости российской экономики остается достаточно высоким.

6. Даже без учета фактора возрастания политических рисков в течение 2004 г. ныне присвоенные России рейтинги малоинформативны в плане улавливания тех кризисных тенденций, которые разворачиваются в ее экономике. К этому выводу подводит оценка уровня странового риска сегодняшней России на основе предложенной и проанализированной эконометрической модели.

Отличительной особенностью модели является добавление в анализ переменных, отражающих фактически, в том числе глубинные, факторы кризисной уязвимости к современным финансовым кризисам - долю краткосрочных инвестиций в притоке иностранных капиталов, являющуюся индикатором притока в страну “горячих денег”, долю краткосрочных обязательств в объеме внешнего долга, характеризующую состояние ликвидности, и долю сырья (нефти, нефтепродуктов, газа) в структуре экспорта, свидетельствующую о степени зависимости страны от внешних товарных рынков, а также специфические для России факторы кризисной уязвимости – долю сырьевого сектора в ВВП, раскрывающую степень недифференцированности отраслей экономики и накопления структурных деформаций, а также показатель чистого оттока капиталов и долларизации (евроизации) экономики, отражающий изменение инвестиционных приоритетов бизнеса в пользу спекулятивных вложений в связи с притоком “горячих денег” и атаками на национальную валюту.

Была предложена и протестирована на российских данных с последнего квартала 1996 года по середину 2004 г. гипотеза о том, что добавленные объясняющие переменные значимо влияют на ее суверенный кредитный рейтинг. При этом в качестве зависимой переменной использовалась как линейная, так и логарифмическая трансформация суверенного кредитного рейтинга.

По данным “Standard&Poor’s” при линейной трансформации рейтинга из буквенной шкалы в числовую на кредитный рейтинг России значимо влияет показатель чистого оттока капитала, а при логарифмической трансформации – доля портфельных инвестиций в притоке иностранных капиталов и доля добывающих отраслей в промышленном производстве. По данным “Moody’s” как при линейной трансформации, так и при логарифмической трансформации рейтинга значимо на российский рейтинг влияют доля добывающих отраслей в промышленном производстве и показатель чистого оттока капитала.

Полученные нами значения кредитных рейтингов за 2003 год и первую половину 2004 года при обоих видах рейтинговой трансформации оказываются ниже, чем те, что присваиваются нашей стране рейтинговыми агентствами. Это означает, что последние не вполне отражают реальность российской ситуации: истинная уязвимость национальной экономики перед угрозой системного финансового шока оказывается выше.

### Эволюция концептуальных подходов к анализу странового риска

Годы появления	Специфика подхода	Представители
Конец 1970-х годов	Анализ страны-заемщика по аналогии с фирмой-заемщиком	банки
1978 г.	Анализ способности страны обслуживать внешний долг (debt-service capacity approach)	M.Bazdarich
1981 г.	Анализ издержек и выгод страны при отказе от уплаты (реструктуризации) долга (cost-benefit analysis)	J.Eaton, M.Gersovitz, J.Stiglitz, P.Krugman
1983 г.	Анализ вопросов странового риска в рамках кредитных операций банка	P.Nagy
1986 г.	Чистая теория странового риска (в контексте взаимоотношений кредитор-заемщик)	J.Eaton, M.Gersovitz, J.Stiglitz
1996 г.	Синтетический анализ риска неплатежа (объединяет debt-service capacity approach и cost-benefit analysis)	N.L.Haque, M.Kumar, N.Mark, D.Mathieson

*Источник:* авторская систематизация