

Тезисы для прессы по главе 2 «Управление потоками капитала»

Весна 2010 года. Перспективы развития региональной экономики: Европа

Подготовили: Йохан Матисен и Србона Митра

Основные положения

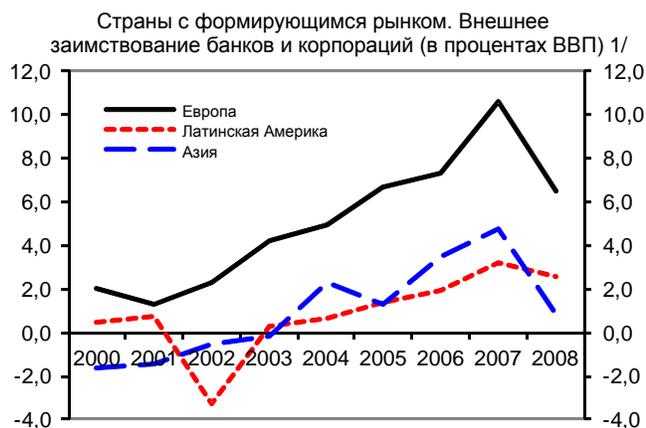
- Управление притоком капитала, вероятно, является важнейшей проблемой, стоящей перед директивными органами стран Европы с формирующимся рынком в послекризисном мире. Три важнейших вопроса заключаются в том, как привлечь обоснованный объем иностранных инвестиций, как предотвратить чрезмерный приток капитала и как обеспечить стабильность все более интегрированного в международную систему финансового сектора в условиях такого притока.
- Уроки, которые можно извлечь на основе динамики притока капитала в докризисный период, означают, что достижение целесообразного объема притока требует структурных реформ для обеспечения надлежащего соотношения между секторами торгуемых и неторгуемых товаров и услуг как источниками роста.
- Предотвращение чрезмерного притока и его преодоление требуют гибких ответных мер макроэкономической политики и повышения стойкости финансового сектора с помощью проведения пруденциальных мер и укрепления трансграничных основ обеспечения финансовой стабильности.

Приток капитала в странах Европы с формирующимся рынком был крупнее, а его сокращение было более серьезным, чем в других странах с формирующимся рынком.

До кризиса основная часть различия приходилась на трансграничные займы материнских банковских компаний Западной Европы их филиалам в странах Европы

с формирующимся рынком (рисунок). Крупный приток привел

в странах Европы с формирующимся рынком к возникновению макроэкономической и финансовой уязвимости — увеличению дефицитов счета текущих операций, высоким темпам роста кредита, ухудшению сальдо бюджета и усугублению задолженности (часто в валюте) населения во многих странах региона. Эти факторы, а также тот факт, что финансируемый извне рост кредита оказался заложником финансовых трудностей,



1/ Обязательства по другим инвестициям (займы и депозиты банков и займы небанковского частного сектора), чистые.

возникших во время кризиса у материнских банков в развитых странах Европы, являются причинами более глубокого спада европейских стран с формирующимся рынком по сравнению с другими странами с формирующимся рынком.

Каковы причины притока? Страны Европы с формирующимся рынком были единственным регионом, куда происходил переток капитала: из более богатых стран Европы капитал поступал в быстро растущие соседние страны, что помогло региону уменьшить разрыв в доходах. Значительная часть притока до кризиса объяснялась перспективами более высокой прибыли в странах Европы с формирующимся рынком, чем на рынках стран происхождения, и была связана с уровнем доходов в странах-получателях. Для потоков ПИИ притягательными были активный экономический рост и урбанизация, но они часто замедлялись по мере того, как страна становилась богаче. Рост объемов трансграничных займов банкам и корпорациям, с другой стороны, ускорялся по мере становления экономики, для них притягательным был растущий сектор услуг. По мере либерализации экономики за счет проведения институциональных и структурных преобразований страны привлекали еще большие притоки.

Однако такие страны, как Эстония, Латвия, Болгария, Венгрия и Украина, наблюдали резкий рост притоков, превышающий тот, который можно было объяснить факторами сближения. Наш анализ показывает, что бурный рост был в значительной степени связан с макроэкономической политикой, которая усугублялась принятием чрезмерных рисков в финансовом секторе. Стабильные курсы в целом и более медленное повышение номинальных курсов при режимах без валютной привязки, в частности, привлекали потоки связанных с банками и портфельных инвестиций. Страны с жестко регулируемым курсом или валютной привязкой испытывали наиболее быстрый рост кредита и получали наибольший совокупный объем потоков капитала. Видимая прочность государственных финансов, поддерживавшихся бурным ростом бюджетных доходов, которые были вызваны перегретой экономикой, дополнительно привлекали потоки ПИИ; там, где улучшение сальдо бюджета было связано с кредитными бумагами, потоки, относящиеся к банкам, были самыми значительными. Рост сектора неторгуемых товаров и услуг и их относительной цены (реального обменного курса) привлекал еще больший приток. Таким образом, расширение внутреннего спроса, рост кредита и приток капитала усиливали друг друга.

Воздействие макроэкономической политики на приток капитала усиливалось из-за устойчиво низкой премии за страновые риски. Инвесторы, по-видимому, не замечали рисков перегрева и финансовой уязвимости до тех пор, пока не разразился кризис. В результате банки могли заимствовать средства за рубежом по очень низким процентным ставкам. Высокая рентабельность (из-за низких процентов по заемным средствам и низких резервов на убытки по ссудам во время бума) и капитализация

обеспечивали неплохие показатели стабильности и усиливали представление о том, что риски поддаются контролю.

В то же самое время директивные органы стремились повлиять на объем и структуру притока с помощью мер пруденциальной политики для сдерживания растущих факторов макроэкономической и финансовой уязвимости. Хотя опыт стран различался, пруденциальные инструменты, по-видимому, позволили временно снизить темпы притока капитала в банки и изменить структуру притока. Как правило, воздействие конкретного вида используемого пруденциального инструмента зависело от денежно-кредитного и валютного режима и формы трансграничных обязательств банков.

Опыт кризиса позволяет извлечь ряд важнейших уроков в плане решения проблем управления притоком капитала в разных странах региона. Выводы для политики различаются между странами: некоторые страны ожидают восстановления и поддержания притока капитала, тогда как другие уже наблюдают его возобновление. Важнейшие вопросы, стоящие перед директивными органами, состоят в том, как достичь целесообразного объема иностранных инвестиций в страны Европы с формирующимся рынком, предотвратить чрезмерный приток капитала и повысить стабильность все более интегрированного в международную систему финансового сектора. Рекомендации в отношении экономической политики должны быть адаптированы к специфическим условиям конкретной страны. В частности:

- Для стран, приток капитала в которые уже возобновляется, осуществление гибких мер макроэкономической политики будет необходимым условием для предотвращения чрезмерного увеличения притока. Для стран с привязкой обменного курса оптимальной ответной мерой на приток сверх уровней, определяемых структурными факторами, является ужесточение налогово-бюджетной политики. Для стран, не имеющих привязки обменных курсов, по-видимому, наиболее действенная реакция на рост притока - не препятствовать повышению курса национальной валюты. Свободно плавающий обменный курс также помогает предотвратить чрезмерный приток и распространение факторов финансовой уязвимости.
- Эти меры макроэкономической политики должны сопровождаться повышением финансовой стабильности все более интегрированной финансовой системы в регионе. Пруденциальные инструменты, такие как нормативы минимального уровня капитала в отношении внешних заимствований, помогают уменьшить чрезмерный приток капитала и связанные с ним риски у банков. Повышение категории риска по кредитам предприятиям определенных отраслей содействует созданию запаса прочности в банковской системе и предотвращению перегрева в отдельных отраслях. Для обеспечения

устойчивости финансовой системы эти средства необходимо дополнить благоприятствующими мерами макроэкономической политики и действенным трансграничным надзором в финансовой сфере.

- В тех странах, где приток капитала, ведущий к сближению доходов, еще не возобновился, директивным органам будет необходимо переориентировать источники экономического роста на сектор торгуемых товаров и услуг. Хотя это преобразование будет происходить в частном секторе, оно потребует поддержки в виде мер политики для восстановления равновесия между неторгуемым и торгуемым секторами, повышения межотраслевой мобильности рабочей силы, уменьшения несоответствия квалификации работников и преодоления узких мест в инфраструктуре конкретных стран.