

Дж. Итвелл,  
Л. Тейлор

## Международные рынки капиталов и перспективы экономической политики

*В настоящей статье проведен анализ современного состояния и структуры международных рынков капиталов и предложены институциональные и политические изменения для более эффективного функционирования реальной экономики, производства полезных товаров и услуг. Анализ, проведенный в этой статье, основан, прежде всего, на работах, написанных участниками проекта по международным рынкам капитала и будущей экономической политике, подготовленного Центром анализа экономической политики в Новой школе социальных исследований при поддержке Фонда Форда. ■*

Фундаментальной целью любой финансовой политики является обеспечение наиболее эффективного функционирования реальной экономики. В этом аспекте тезис, что финансовый сектор ничего не производит сам по себе, содержит определенную долю правды. Но это небольшая доля. В сложной экономике, со всеохватывающим разделением труда по продуктам, месту и времени, сам по себе сложный финансовый сектор нужен для организации производства и распределения. Международная финансовая система необходима для развития мировой торговли и инвестиций.

**Фундаментальной целью любой финансовой политики является обеспечение наиболее эффективного функционирования реальной экономики.**

Экономика без денежных рынков не будет работать. Мобилизация большого количества капитала и помещение капитала в прибыльные инвестиции — это механизм, который изменяет стандарты жизни во всем мире в течение последних 200 лет. Финансовые институты, таким образом, необходимо оценивать в

зависимости от их вклада в рост производства и занятости. Нет смысла говорить об «эффективном» финансовом секторе (по его собственным критериям), если в результате его функционирования реальная экономика становится менее эффективной.

За последний год устойчивый экономический кризис в Азии поставил под сомнение многие общепринятые мнения, и в том числе теорию, что либерализация увеличивает вклад международных рынков капитала в экономическое развитие. Азиатский кризис — это лишь последнее звено в цепи подобных явлений, среди которых финансовый кризис в Латинской Америке в начале 1980-х годов, европейский валютный кризис 1992 года, мексиканский кризис рынка ценных бумаг 1994 года. Существуют различные объяснения этих серьезных нарушений функционирования экономики; действительно, у каждого кризиса свои причины. Но все кризисы имеют набор локально объясняющих факторов. Общее — это воздействие на высоколиквидные международные рынки капитала. Такие вновь повторяющиеся кризисы, многие из которых привели к значительным убыткам впоследствии роста безработицы, потере реального дохода и даже стагнации,

ставят серьезные вопросы перед людьми, разрабатывающими политику:

- принимая во внимание, что каждый кризис имеет свои собственные характеристики, что можно извлечь из общих черт этих кризисов для разработки стратегий в международной финансовой политике?
- должна ли быть переоценена в соответствии с накопленным опытом политика последних трех десятилетий, направленная на международную финансовую либерализацию? Если да, то как?
- возможна ли практически иная, не ориентированная на либерализацию, последовательная политика по отношению к финансовым рынкам?

Последовательность финансовых кризисов в последние 20 лет, масштабы того,

что происходит сейчас в Азии, и распространение азиатских проблем по всему миру требуют срочных ответов на эти вопросы. Финансовые кризисы все в меньшей степени являются локальными, наоборот, они имеют всемирные системные последствия. Удовлетворительные ответы невозможны без ясной и убедительной теоретической и эмпирической характеристики связи между финансовой либерализацией и экономическим развитием. Поскольку без такой принимаемой большинством специалистов характеристики будет почти невозможно сформулировать даже на самом общем уровне политику, приемлемую в международном масштабе. Цель настоящей статьи — представить общую схему такой характеристики и разработать ряд необходимых рекомендаций для определения политики.

## Краткое изложение аргументов

Либерализация международных рынков капитала началась в конце 1950-х годов, когда американские и британские банковские власти допустили возникновение внешних кредитных рынков евровалют, находящихся за пределами англо-американского регулирования. Однако критические изменения произошли в начале 1970-х годов вместе с коллапсом системы Бреттона-Вудса — системы фиксированных валютных курсов. С коллапсом этой системы был приватизирован валютный риск, ответственность за который который ранее ложилась на государственный сектор.

Перенос валютного риска на частный сектор потребовал свертывания валютного контроля для того, чтобы позволить ограничение этого риска. Таким образом, было ускорено развитие множественных финансовых инструментов и торговли, что характеризует сегодняшние финансовые рынки. Вместе с увеличением риска частного сектора резко возросла возможность получить прибыль от предоставления рискованных услуг, от операций, связанных с колебаниями валютных курсов, и, конечно, от возросших новых возможностей для выгодного арбитража. Вместе с внутренними факторами, способствующими свертыванию финансового контроля, коллапс системы Бреттона-Вудс был серьезным обстоятельством, вызвавшим дерегулирование мировой фи-

нансовой системы. Валютный контроль был отменен. Были также свернуты внутренние ограничения для финансовых институтов на доступ к другим рынкам. Количественный контроль роста кредита был ликвидирован, а денежная политика в новых условиях проводилась, прежде всего, через управление краткосрочными процентными ставками. Был создан глобальный рынок денежных инструментов. На сегодняшний день объем деятельности на этом рынке намного превышает платежи, связанные с внешней торговлей. Ежедневный объем операций на этом рынке достигает 10 процентов мирового годового ВВП. В отличие от большинства внутренних финансовых рынков, глобальный рынок денежных инструментов практически не регулируется.

Финансовая либерализация и значительный рост финансовых потоков, без сомнения, принесли доходы в некоторых странах. Так, потоки инвестиций в направлении появляющихся рынков рассматривались в начале 1990-х годов, как приветствуемое замещение официального развития финансирования. Смягчение внешних ограничений на движение капитала привело к экономическому росту и сокращению инфляции. Однако общий результат экономического развития в период после либерализации с 1970 года до настоящего времени, является менее удо-

влетворительным. В этот период проявились жестокие финансовые кризисы. Наряду с кризисами и связанными с ними потерями в реальном доходе по всему миру снизился темп экономического роста. В каждой из стран Большой восьмерки экономический рост в 1980-х и 1990-х годах замедлился до 2/3 уровня 1960-х

годов. В развивающихся странах, в целом, средний темп роста также замедлился приблизительно в той же пропорции. Еще до кризиса 1998 года в Восточной и Юго-Восточной Азии экономический рост на душу населения замедлился в четырех из семи крупнейших экономических районов.

## Падение эффективности реальной экономики

Основной смысл исследования заключается в определении связи между международной финансовой либерализацией и широкомасштабным падением эффективности реальной экономики. Обыденной истиной стало, что эффективность экономики определяется «структурой реальной экономики». С этой точки зрения финансовые факторы могут вызвать серьезные потрясения и значительное отклонение от направления развития, но не изменяют фундаментальную эффективность экономики. Финансовые факторы не меняют основ. Единственный вывод из такой характеристики реального денежного феномена состоит в том, что либерализация, устраняя финансовое несовершенство, может привести к улучшению производительности.

Альтернативная точка зрения заключается в том, что финансовые институты действительно влияют на среднесрочную и долгосрочную эффективность экономики. Либерализация не только увеличивает вероятность шоков, но также изменяет основы. Таким образом, финансовые факторы могут влиять на среднесрочные характеристики экономики. Они могут быть причиной низкой производительности, наблюдаемой в экономике стран, а также могут приводить к периодическим кризисам.

Три фактора определяют связь между либерализацией и низким ростом экономики. Это — нестабильность, распространяемость финансовых кризисов и изменения в поведении частного и государственного секторов.

### *Нестабильность*

Либерализация, без сомнения, вызвала большую нестабильность на финансовых рынках, измеряема ли она краткосрочными колебаниями валютных курсов и процентных ставок или долгосрочными из-

менениями, такими как изменения курса доллара США от 100 в 1980 году до 135 в 1985 году, от 94 в 1990 году до 134 в 1998 году. Нестабильные финансовые рынки порождают экономическую неэффективность. Нестабильность обуславливает финансовый риск, и даже в том случае, когда существует возможность ограничить риск, стоимость капиталообразования возрастает. Влияние нестабильности финансовых рынков ощущается не только в Латинской Америке или Восточной Азии. Из-за более высоких и более нестабильных реальных процентных ставок, дефолты американских корпораций значительно возросли по сравнению с началом 1970-х годов.

### *Распространение финансовых кризисов*

Урон от финансовой нестабильности затрагивает не только страны с дисбалансом реальной экономики. Нестабильность заразна. Мексиканский кризис рынка ценных бумаг в 1994 году породил «текиловый эффект» по всей Латинской Америке. Азиатский финансовый кризис распространился на рынки Восточной Европы, Латинской Америки, Южной Африки. Фондовый кризис 1987 года быстро распространился от Нью-Йорка по всем финансовым рынкам. Недавнее исследование Европейского валютного кризиса 1992 года выявило, что системное распространение кризисов создает связь между внутренними макроэкономическими условиями и размерами девальвации валют, не говоря уже о вероятности возникновения нового кризиса. На самом деле, связь может даже иметь «неправильный» знак, показывая добродетельное финансовое страдание от великого наказания.

### *Изменения в поведении частного и государственного секторов*

Распространяемость и, следовательно,

неопределенность, связанные с либеральными финансовыми рынками, не только способствовали возникновению краткосрочных потрясений в реальном секторе экономики стран и регионов, но и привели к ухудшению производительности, вызвав изменения в поведении как государственного, так и частного секторов.

#### *Государственный сектор*

Безусловно, произошло значительное изменение в поведении государственного сектора, и это изменение обычно относят к «дисциплине», навязываемой правительствами международными финансовыми рынками. В отличие от практики 1950-60-х годов, когда цели государственного сектора обычно выражали в терминах занятости и роста, цели сегодня определяют в финансовых и денежных терминах «макроэкономической дисциплины». Недостаток макроэкономической дисциплины состоит в том, что она не обеспечивает устойчивый рост. Но что особенно впечатляет при взгляде на сверхпроизводительность экономики 1960-х годов, так это то, что фискальные балансы в то время обычно показывали меньший дефицит, чем в период после либерализации. Наблюдались даже финансовые излишки. Причиной тому, конечно, была взаимозависимость балансов государственного и частного секторов. Обязательства государственного сектора по росту и занятости стимулировался высоким уровнем инвестиций в частном секторе, что в свою очередь, приводило к здоровым фискальным балансам. Этому немало способствовал и относительно небольшой дефицит текущего бюджета.

Макроэкономическая дисциплина является необходимым компонентом устойчивого экономического роста. Растущие фискальные дефициты и инфляция подорвут любую стратегию роста. Однако дисциплина должна сочетаться с обязательствами государственного сектора по высокому уровню инвестиций и занятости. Небольшие фискальные дефициты или даже фискальные излишки получить гораздо легче, когда инвестиции частного сектора поддерживаются финансовой средой и стратегией государственного сектора, направленной на обеспечение занятости. Если на инвестиции частного сектора негативно влияет отсутствие обязательств государственного сектора по

обеспечению высокого уровня занятости и роста, фискальная осторожность может сочетаться со спадом.

Три элемента связывают международную финансовую либерализацию с этими изменениями в поведении государственного сектора: потенциальная угроза финансовой стабильности в реальной экономике со стороны больших потоков капитала; убеждение, что эти потоки мотивируются «здоровыми финансами»; представление, что распространяющиеся финансовые кризисы могут наступить без предупреждения. Как утверждал в 1995 году Банк международных расчетов, на финансовом ландшафте последних двух десятилетий вероятность чрезмерного движения цен может быть гораздо выше, и его последствия так же могут ощущаться гораздо сильнее. На макроуровне, в соответствии с новыми финансовыми условиями, большего успеха достигает политика, связанная с финансовой дисциплиной. В стратегическом плане жесткая долгосрочная направленность на поддержание стабильности цен является лучшей гарантией безопасности, которая может быть обеспечена только с помощью «финансовой дисциплины». Однако, предостерегает Банк международных расчетов, «такая гарантия безопасности далеко не всегда является эффективной».

**Макроэкономическая дисциплина является необходимым компонентом устойчивого экономического роста.**

#### *Частный сектор*

Определить изменения в поведении частного сектора более сложно. Доля инвестиций в ВВП обычно снижается после либерализации во всех странах, что предполагает уменьшение доверия частного сектора. Точнее говоря, дефолты по американским корпоративным облигациям, бывшие на достаточно низком уровне в 1950-60-х годах, резко возросли с 1970-х годов. Объяснить это явление можно повышением и большей нестабильностью реальных процентных ставок 1970-х годов. Неудивительно, что число банкротств в Америке, которые были редки в 1950-60-х годах, впоследствии резко увеличилось, так как этот

показатель находится в прямом соответствии с высокими процентными ставками и высоким отношением долга к капиталу. Такие условия для инвестиций по меньшей мере, являются менее благоприятными.

Снижение доверия частного сектора также проявляется в желании предпринимателей иметь возможность выхода, что, в свою очередь повышает вероятность резких колебаний в рыночных отношениях. А это влечет за собой как краткосрочные, так и долгосрочные убытки.

Такие негативные эффекты усиливают появление циклических сил, связанных с либерализацией. Способность правительства управлять циклическими силами с помощью денежной политики резко уменьшилась из-за международной либерализации и смещения корпоративного финансирования банков к рынкам ценных бумаг. В результате сегодня вся денежная политика направлена на манипулирование спросом на деньги посредством сильных колебаний во всех возрастающих краткосрочных процентных ставках, что опять же отрицательно сказывается на инвестициях частного сектора.

#### *Развивающиеся страны*

В развивающихся странах нынешний цикл кризисов связан с явным дестабилизирующим поведением частного сектора. Характерный признак этого — быстро увеличивающееся отношение внешнего и внутреннего долга к ВВП как следствие внешних дефицитов, финансируемых притоком капитала, а также валютной неустойчивостью в национальных платежных балансах.

В обычной практике рыночных стратегий местные финансовые интересы направляют на захват долгосрочных позиций в местных активах и краткосрочных позиций в иностранных вкладах. Частный сектор, выстроенный на иностранных вложениях (без соответствующего ограничения, несмотря на утверждаемую способность ме-

ждународных рынков капитала предоставить такие услуги), был главным предвестником как мексиканского, так и восточноазиатского кризисов.

#### *Глобальная нестабильность*

Наконец, макроэкономические эффекты либерализации могут вызвать нестабильность в глобальном масштабе. Индустриальные экономики можно дестабилизировать путем создания несоответствия между потоками капитала и его запасами, возникающими в результате движения капитала, хотя временные рамки могут быть более широкими, а институциональные ответы более жесткими по сравнению с наблюдаемыми в Латинской Америке, Восточной Европе и Азии. Если говорить об экономике ведущих стран, то в них существует значительная обратная связь между национальным развитием и глобальной системой: как, например, ведут себя основные заемщики или кредиторы — стабилизирующе или дестабилизирующе? Какие у них есть уязвимые места с точки зрения запасов и потоков капитала? Такие ситуации развиваются с течением времени. Похоже, что с возникновением несоответствия они начинают запаздывать по сравнению с более фундаментальными процессами, запущенными международной финансовой либерализацией. Отсюда следует, что глобальная система может оказаться в ситуации постоянного рыночного риска в том смысле, что регулирующие органы используют политику существенных ценовых колебаний для преодоления возникающих опасностей.

Если международная финансовая либерализация действительно приводит к изменениям как в среде для инвестиций, так и в отношении государственного и частного секторов к инвестированию, а также вызывает взаимное увеличение ущерба от конкретных колебаний рыночных отношений и общего снижения доверия в среднесрочной перспективе, тогда следует ожидать уменьшения темпов роста и уровня занятости.

## Политический вызов

Политический вызов ясен: можно ли получать прибыль от гибкой финансовой системы, способной в широких масштабах мобилизовать капитал, и, в то же

время, обеспечить защиту как национальной, так и мировой экономики, которые следуют по пути финансовой либерализации?

На основании проведенного анализа можно выделить следующие основные составляющие нового международного финансового порядка.

1. Поскольку международная финансовая либерализация приводит к значительному увеличению риска как для национальной, так и для международной реальной экономики, эффективная политика в области рынков капитала должна быть по своему характеру международной. Это — в интересах всех.

### Эффективная политика в области рынков капитала должна быть по своему характеру международной.

2. Деятельность международных финансовых институтов должна оцениваться в соответствии с вкладом в рост и стабильность реальной экономики.

3. Эффективное регулирование является необходимым условием для обеспечения деятельности кредиторов.

4. Из-за больших масштабов движения капитала сегодня международная финансовая политика возможна только в том случае, если будет взаимное сотрудничество между национальными монетаристскими и финансовыми органами власти.

5. Международная экономика состоит из национальных экономик, находящихся на разных ступенях развития как реального, так и финансового секторов. Один простой политический рецепт не подойдет одновременно всем. Национальная политика должна уважаться и поддерживаться в контексте общей международной финансовой структуры. Все общие обязательства по либерализации, открытости и прозрачности не только потерпят неудачу, но могут представить собой угрозу развитию международной рыночной экономики.

6. Очевидно, что национальные финансовые рынки должны регулироваться. Однако из-за открытости финансовых рынков нельзя провести четкую границу между операциями международного и национальных рынков. Таким образом, регулирующие принципы, относящиеся

к первому, относятся и к последним. Цели национального регулирования — защита потребителя, поддержание наиболее высоких, насколько это возможно, стандартов честности рыночного поведения и профессиональных навыков в сфере финансовых услуг, а также минимизация системного риска. Все это должно стать основными целями и международного финансового регулирования.

7. Основной целью международного финансового регулирования является минимизация системного риска, возникающего при операциях на рынках ценных бумаг и фьючерсов. В то же время, регулирование не должно быть связано с моральными издержками. Жизненно необходима защита от такого разорения фирм, которое может угрожать эффективным операциям рынка в целом. Тем не менее, фирмам работающим на рынке ценных бумаг и имеющим плохую репутацию, следует прекратить свою деятельность.

8. Требования международного финансового регулирования не могут быть удовлетворены лишь с помощью чисто кооперативных организационных структур. Необходима новая международная регулирующая организация. Согласованная структура должна связать эту организацию и национальные регулирующие органы, которые будут играть в ней жизненно важную роль.

История современной мировой экономики показывает, что недостатки либеральных финансовых рынков можно преодолеть разумными государственными интервенциями. Несмотря ни на что, двадцать пять лет после Второй Мировой войны характеризовались стратегической либерализацией в контролируемой международной среде, а также самыми высокими темпами роста и уровнем занятости. Однако, в последние годы во внутренней и международной экономической политике доминировало огульное дерегулирование, а концепция регулирования не получала политической поддержки.

Азиатский кризис, по-видимому, все изменит. Некоторые комментаторы продолжают искать причины кризиса в особенных чертах экономик азиатских

стран, тех отличительных чертах, которые год или два назад казались объяснением азиатского чуда. Но постепенно специалисты, занимающиеся разработкой экономической стратегии, признают, что глобальные риски являются следстви-

ем международной либерализации. Политическое «уравнение» наверняка изменится, если случится обвал западных рынков или существенно снизится глобальная макроэкономическая эффективность.

## Предлагаемые реформы

Реформы, предлагаемые в статье, отнюдь не являются безусловными. Они нужны для того, чтобы проиллюстрировать практическую сторону обсуждаемых в статье вопросов и чтобы стать отправным пунктом для дальнейшего обсуждения. Мы считаем, что такие реформы существенно повысят эффективность реальной экономики, уменьшат системный риск и значительно снизят вероятность коллапса.

Создание международного органа, в рамках которого можно обсуждать и координировать национальную политику по открытию рынков, представляет, возможно, лучший путь для сохранения преимуществ либеральных финансовых рынков и для минимизации издержек их функционирования.

Общая цель этих предложений — прагматически осмыслить связи между либерализацией рынков капитала и экономической эффективностью и создать институциональную структуру, которая сможет воплотить результаты этого обсуждения. Если принимается, что за либеральные финансовые рынки производительность национальной экономики не должна платить непомерную цену, то эти рынки должны регулироваться. Если необходимо ввести ограничения на потоки капитала, то национальные правительства должны иметь возможность осуществлять контроль посредством открытия их собственных рынков капитала. Ничто так не дискредитирует либеральные финансовые структуры, как созерцание национальных экономик, ввергнутых в спад вследствие финансовых кризисов, не имеющих никакой связи с реальными национальными экономическими обстоя-

тельствами. Успех чилийских и китайских ограничений на краткосрочное движение капитала, лимитирующих разрушительное влияние распространяемости кризисов — это очень полезный урок.

Создание международного органа, в рамках которого можно обсуждать и координировать национальную политику по открытию рынков, представляет, возможно, лучший путь для сохранения преимуществ либеральных финансовых рынков и для минимизации издержек их функционирования. Международный орган также мог бы разделить с национальными властями ответственность за управление и поддержание международных регулирующих структур. Корпоративной структуры, разрабатываемой Международной организационной комиссией по ценным бумагам, явно недостаточно. Необходим исполнительный орган с полномочиями надзора. Опыт работы Всемирной Торговой Организации показывает, что создать такой исполнительный орган возможно. Основная его задача будет заключаться в подготовке комплекса мер, направленных на поддержание национальной и международной финансовой стабильности, а также высоких уровней роста и занятости.

### *Всемирная финансовая организация*

Предлагается учредить Всемирную финансовую организацию (ВФО). Она будет дополнять Всемирную торговую организацию. Главной задачей ВФО будет разработка политики по управлению системным риском. Цель ВФО — обеспечить политику сохранения высоких уровней экономического роста и занятости.

Задачей ВФО будет, во-первых, разработка правил, которые будут гарантировать адекватную глобализацию внешних воздействий, и, во-вторых, надзор за разработкой функций эффективного и заслуживающего доверия гаранта и кредитора последней инстанции. Тем самым,

на основе достижений Всемирной организационной комиссии по ценным бумагам потребуются разработать структуру для международного финансового регулирования (включая управление риском) и гарантировать выполнение правил.

Однако ВФО будет не просто органом, который разрабатывает и реализует процедуры. Он должен стать форумом, в рамках которого будут развиваться и реализовываться правила международного финансового сотрудничества. Многих целей эффективной международной финансовой политики можно достичь путем действенной координации деятельности национальных денежных властей. Проблема лишь в том, что средства для налаживания этой координации в настоящее время исключительно ограничены. ВФО восполнит этот недостаток. ВФО будет также отвечать за соответствие национальной политики каждой страны требованиям ВФО и интересам других стран. Такая взаимная поддержка — ключ к успеху.

На ВФО должна быть возложена ответственность за обеспечение прозрачности и подотчетности международных финансовых институтов, таких как МВФ и Мировой банк. В настоящее время не существует систематической оценки деятельности институтов системы Бреттона-Вудса. И это соответствует негативной критике политической программы МВФ. Мартин Фелдстайн, например, утверждает, что МВФ «не должен использовать свою возможность требовать изменений в экономической политике, как бы полезны они ни были, если они не являются необходимыми для решения проблем платежного баланса и если они входят в сферу ответственности политической системы страны». Подотчетность институтов Бреттона-Вудса ВФО будет способствовать большей эффективности деятельности МВФ.

Наконец, ВФО должен создать необходимую финансовую регулируемую структуру, в рамках которой МВФ может стать эффективным кредитором последней инстанции. Во многих странах ВФО будет просто подтверждать, что процедура регулирования в стране является эффективной. В тех странах, где финансовое регулирование неудовлетворительно, и которые не могут получить по-

мощь от МВФ в период финансового кризиса, ВФО будет способствовать проведению необходимых реформ. В первую очередь это относится к странам с несбалансированным реальным сектором экономики.

#### *Реорганизация Международного валютного фонда*

МВФ должен быть реорганизован для того, чтобы по поручению ВФО взять на себя ответственность за координацию и частичное финансирование операций по международной помощи, когда это необходимо. Следует проводить подробное обсуждение того, какие процедуры должен разрабатывать МВФ, чтобы решить проблемы ликвидности и определить функции кредиторов последней инстанции. Например, МВФ, в случае кризисов ликвидности, мог бы разрабатывать процедуры, направленные на привлечение ресурсов. Одновременно с уменьшением системного риска внимание можно было бы уделить минимизации морального ущерба. В той степени, в которой кредиторы считают себя защищенными, эти меры оправданы. Особо важно, что помощь должна базироваться на немедленных инъекциях ликвидности, а не сводиться к разочаровывающим попыткам реструктурировать национальные экономические системы, используя оплату чрезмерных кредитов.

#### *Переориентация Мирового банка*

В соответствии с рекомендациями и указаниями ВФО МБ должен направить свою кредитную деятельность в экономику беднейших стран, которые не могут выйти на открытые кредитные рынки. Он должен также стать координатором и гарантом нового мирового закрытого инвестиционного фонда для развивающихся рынков, что полностью соответствует полномочиям и функциям, зафиксированным в уставе банка. Этот фонд мог бы накапливать капитал, покупая и аккумулируя государственные ценные бумаги промышленно развитых стран пропорционально доле ценных бумаг, находящихся в руках резидентов этих стран. Он мог бы сосредоточить свою деятельность на долгосрочных инвестициях в производство товаров и услуг в развивающихся странах, а не на краткосрочных портфельных инвестициях. Акции фонда можно было бы свободно покупать и продавать на многих

рынках и в разных валютах. Несмотря на колебание стоимости акций, фонд не был бы вынужден продавать свой основной портфель. Это защитило бы появляющиеся рынки от внезапных колебаний движения капитала, наблюдаемых в Мексике, Восточной Азии и других местах, что, в свою очередь, уменьшило бы необходимость контроля над потоками капитала. Создание такого фонда повысило бы эффективность инвестиций в результате существенного снижения стоимости информации, необходимой инвесторам для сбалансированности и диверсификации портфелей.

#### *Роль национальных властей*

ВФО будет требовать от правительств усовершенствования контроля над национальными финансовыми системами, введя с учетом риска и/или необходимости резервирования нормативы по всем внутренним и внешним балансовым и небалансовым операциям. Конечно, иногда трудно идентифицировать некоторые из этих операций для основных институтов, банков, совместных фондов, страховых и пенсионных фондов. Следует признать, что традиционные нормативы адекватности управления капиталом не соответствуют требованиям сегодняшних рынков капитала. Капитал — не замена эффективному управлению. Управление риском должно быть центром регулирующей деятельности, интернализируя, насколько возможно, распространение рисков, хотя властям следует знать о проциклическом характере отношения фирм к риску. Особое внимание должно быть уделено управлению валютными рисками.

Цели создания новой финансовой организации — предоставить национальным властям средства управления как спросом, так и предложением на кредитных рынках, а также предотвратить дисбаланс, связанный с долгосрочными внутренними и краткосрочными внешними доходными позициями национальной финансовой системы. Выполнение первой задачи уменьшит давление на краткосрочные процентные ставки и ограничит проциклические последствия денежной политики, ориентированной только на спрос. Выполнение последней задачи позволит снизить влияние на всю систему попыток индивидуальных агентов изымать прибыли и страховать инвестиционные портфели.

#### *Управление движением капиталов*

Национальные правительства после соответствующих консультаций с ВФО должны иметь полномочия ограничивать внешние движения капитала. Эффективный контроль за краткосрочным притоком капитала может оказаться необходимым для свободной торговли товарами и услугами. Однако существует разница между ограничением притока краткосрочного капитала в страну и закрытием рынка для иностранных товаров. В последнем случае страна может воспользоваться тактикой разорения соседа, чего нельзя сделать в случае ограничения краткосрочного притока капитала. Таким образом, обычные требования к фирмам по регулированию капитала и нормированию резервов могут быть дополнены количественными или налоговыми ограничениями на пересечение капиталом национальных границ. Несмотря на то, что вопрос о вводе ограничений должен решаться национальной политикой, их форму, объем и продолжительность следует определять совместно с ВФО. После согласования особых условий управления движением капитала государства-члены ВФО должны оказывать помощь другим членам организации в их деятельности.

#### *Финансовое страхование*

Учет моральных факторов предполагает страхование депозитов и финансовые гарантии с ориентацией на индивидуальные интересы людей, а не на институциональные интересы.

#### *Полная либерализация неэффективна и должна быть отменена*

Опыт последних двадцати лет показал, что полная либерализация не является эффективной. Неуправляемые финансовые рынки слишком склонны к нестабильности и распространению кризисов, неспособны создать стабильную финансовую организационную структуру, необходимую для достижения высоких темпов экономического роста и высокого уровня занятости. Напротив, регулируемая международная система, действующая посредством ВФО, создаст возможность сохранить преимущества мобильности капитала наряду со снижением затрат, связанных с обеспечением такой мобильности. Действительно, такое управление необходимо, чтобы не допустить возврата к неограниченному протекционизму. Такие мероприятия,

как переписывание устава МВФ с требованием полной либерализации рынков капитала для всех наций и предложение Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) включить тре-

бование полной либерализации рынков капитала в многосторонние соглашения по инвестициям, не имеют под собой твердой разумной почвы и должны быть отвергнуты.

## Заключение

Азиатский кризис, самый жестокий из серии финансовых кризисов, разразившихся после 1970 года, исключительно наглядно показал, что международная финансовая система в современном ее виде не играет своей исторической роли — не стимулирует активности реального сектора экономики, не финансирует реальные инвестиции и не поддерживает экономический рост и занятость. Наоборот, нестабильность рынка и распространение финансовых кризисов не только вызвали серьезные потрясения реальной экономики, но и привели к общему снижению темпов роста и уровня занятости во всем мире. Правительства стран часто ограничиваются одной только дефляционной политикой, а компании, использующие свои ресурсы для инвестиций,

сталкиваются с дополнительными издержками и риском.

Азиатский кризис исключительно наглядно показал, что международная финансовая система, в современном ее виде, не играет своей исторической роли.

Исторический опыт подтверждает необходимость регулирования рынков капитала, а также существования кредитора последней инстанции на внутренних рынках. Такие же меры сейчас нужны и в международном масштабе для общего либерального мирового порядка. **ЭС**