

Краткий обзор

РОСТ МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ ЗАМЕДЛЯЕТСЯ, и состояние финансовых рынков свидетельствует об изменении условий финансирования для развивающихся стран. По мере проявления этих тенденций в 2007 г. следует ожидать корректировок потоков капитала в развивающиеся страны.

После резкого сокращения в 2001–2002 гг. потоки частного капитала восстановились, выдержали несколько периодов глобальной финансовой неустойчивости и полный цикл ослабления и ужесточения денежно-кредитной политики, достигнув в 2006 г. рекордного уровня 647 млрд. долл., что на 17% выше показателя 2005 г. Суммарный объем потоков капитала, включая кредитные ресурсы, предоставленные официальными кредиторами, в 2005–2006 гг. стабилизировался на уровне 5% валового внутреннего продукта (ВВП). Это лишь немного ниже показателя, достигнутого в 1995–1997 гг. – в период, предшествовавший восточноазиатскому кризису (5,25%).

На развивающиеся страны в настоящее время приходится значительная доля прироста объемов мирового производства и торговли, и этот факт все более признается международными инвесторами. В 2006 г. по темпам экономического роста эти страны более чем вдвое опережали страны с высоким уровнем дохода – 7% против 3%. Подъем экономики был особенно впечатляющим в Китае, где прирост производства составил 10,7%, и в Индии (9,2%). Однако сильные экономические показатели были характерны для многих стран – экономика всех развивающихся регионов выросла как минимум на 5%. Даже развивающиеся страны-импортеры нефти обеспечили почти пятипроцентный прирост, хотя цены на нефть оставались высокими в течение последних трех лет.

Большинство развивающихся стран воспользовались благоприятными внешнеэкономическими условиями и реализовали меры политики, призванные снизить уязвимость экономики к финансовым потрясениям и оттоку капитала. В частности, страны уменьшали бремя внешней задолженности и пересматривали структуру долга в сторону удлинения горизонта погашения. Используя значительные резервы иностранной валюты, ряд стран выкупили большие объемы непогашенной задолженности и рефинансировали существующий долг на более благоприятных условиях. Быстро расширился рынок суверенных долговых обязательств в связи с переходом государств от внешних заимствований к внутренним – как правило, во внутренней валюте. Кредиторы по-прежнему положительно оценивают кредитоспособность развивающихся стран как заемщиков; это отразилось в рекордно низких спредах доходности выпускаемых этими странами облигаций и спредах процентных ставок по банковским кредитам.

С помощью этих мер большинство развивающихся стран, без сомнения, существенно повысили свою готовность противостоять умеренным шокowym явлениям, которыми могут сопровождаться изменения на рынке международного кредитования. Однако оживление на финансовых рынках, в совокупности с замедлением экономического роста и тенденциями к последовательному ужесточению денежно-кредитной политики, дает основания для определенных опасений. В частности, хотя, согласно представленному в настоящем докладе базисному прогнозу, наиболее вероятным исходом является сглаженная корректировка в сторону более медленного и устойчивого роста, поворотные точки экономического цикла по своей природе сопряжены с риском. То, в какой мере корректировка в секторе жилой недвижимости США будет распространяться на другие секторы экономики; насколько успешно страны, переживающие экономический бум, смогут сдерживать инфляцию и снижать дефицит текущего платежного баланса; и надолго ли сохранится благоприятная оценка долгосрочных рисков, ныне преобладающая на финансовых рынках – все эти факторы неопределенности могут привести к более резкому и болезненному замедлению темпов роста.

Высокие темпы роста в 2006 г., вероятно, означают, что достигнут пик экономического цикла

В 2006 г. глобальный ВВП увеличился на 4%, хотя некоторые признаки указывают на то, что в дальнейшем его рост будет не столь стремительным. Переход к более жесткой денежно-кредитной политике, все более ощутимый во многих странах дефицит производственных мощностей и общий переход к поздним этапам инвестиционного цикла способствовали наметившемуся к концу года замедлению темпов промышленного производства в крупнейших странах с высоким уровнем дохода, а также в Китае. Относительно более выраженное замедление, отмечаемое в США, в какой-то мере ослабило финансовое напряжение в

экономике. Цены на жилую недвижимость в США росли умеренными темпами, а в некоторых районах страны снижались, не приводя (пока что) к обвальной распродаже жилья. В то же время уровень сбережений в США несколько возрос в связи с сокращением дефицита текущего платежного баланса в последнем квартале 2006 г. до 5,9 процентов ВВП.

Повысились процентные ставки по краткосрочным и долгосрочным международным кредитам; это было вызвано как мерами государственной политики, так и переоценкой рынком долгосрочных рисков, при этом за последние месяцы выросли премии за риск, прежде всего по низкокачественным активам. Динамика цен на сырьевые товары также указывает на то, что достигнуты пиковые значения цикла: цены на нефть несколько опустились с максимальных значений, зафиксированных в середине 2006 г.; имело место падение цен на медь и цинк – ранее эти металлы дорожали наиболее стремительно. Тем не менее, с ретроспективной точки зрения, финансовые условия остаются благоприятными при достаточном запасе ликвидности. В результате следует ожидать относительно мягкого перехода к более медленному экономическому росту. Согласно прогнозам, темпы роста в развивающихся странах будут постепенно снижаться – от 7,1% в 2006 г. до примерно 6% в 2009 г. Это замедление затронет все регионы, но экономические показатели останутся достаточно высокими. В то же время, страны с высоким уровнем дохода в целом ожидают ослабление экономических показателей в 2007 г. (главным образом за счет относительно более медленного роста американской экономики), после чего они вновь укрепятся в 2008 и 2009 г., когда в США начнется подъем, а экономики Японии и Европы продолжают развиваться темпами, близкими к потенциально возможному.

Расширение потоков капитала происходило за счет приобретения акций – частные источники «затмили» официальные

В структуре потоков капитала продолжается выраженный сдвиг от кредитного финансирования к финансированию за счет собственных средств (выпуска акций), а также от официальных источников финансирования к частным. В 2006 г. акционерный капитал составлял почти три четверти совокупных потоков капитала – 419 млрд. долл. (в 2004 г. – две трети), причем значительно возросли доли портфельных активов и прямых иностранных инвестиций (ПИИ). Курсы акций в странах с развивающимся фондовым рынком продолжали расти опережающими темпами по сравнению с развитыми странами, хотя при этом проявляли большую изменчивость. Общемировой приток ПИИ в 2006 г. достиг 1,2 трлн., примерно четверть этой суммы приходилась на долю развивающихся стран.

Чистый объем кредитования со стороны международных финансовых организаций и других официальных источников, входящих в Парижский клуб стран-кредиторов, за последние два года резко сократился, при значительном росте частного кредитования. Ряд стран использовали избыточные резервы иностранной валюты, чтобы погасить задолженность перед официальными кредиторами и получить доступ к частным источникам финансирования на благоприятных условиях. В 2005–2006 гг. выплаты основной суммы долга кредиторам Парижского клуба и международным организациям (прежде всего Международному валютному фонду) превысили расходование кредитных средств примерно на 146 млрд. долл., при этом чистые потоки долгового финансирования достигли 432 млрд. долл.

Развитие муниципальных и региональных рынков облигаций в странах с низким уровнем дохода, как отмечалось на встрече министров финансов стран «Большой семерки» в феврале 2007 г., создает потенциал для совершенствования финансовой инфраструктуры и обеспечивает дополнительный источник финансирования. Рынки муниципальных облигаций в Кении, Нигерии, Замбии и других странах уже стали объектом интереса со стороны иностранных инвесторов. Присутствие последних на этих рынках создает существенные потенциальные преимущества (диверсификация контингента инвесторов, повышение ликвидности), однако одновременно таит в себе и новые риски, особенно если в некоторых сегментах этих рынков иностранные инвесторы занимают доминирующее положение; в этом случае рынки становятся более уязвимы к внезапным изменениям в их предпочтениях. Эффективное управление подобными рисками будет в конечном итоге во многом зависеть от успехов развивающихся стран в совершенствовании институтов, механизмов управления и государственной экономической политики. Учитывая повышенную уязвимость этих стран к внутренним и внешним потрясениям, их правительствам целесообразно совершенствовать методы сбора данных и процедуры, позволяющие более тщательно отслеживать потоки иностранных инвестиций.

Глобализация в сфере корпоративных финансов сулит развивающимся странам значительные выгоды

Процесс глобализации корпоративных финансов в развивающемся мире, начавшийся много лет назад, с 2002 г. стал ускоряться по мере того, как государства вводили более либеральные меры контроля капитала, а международные портфельные менеджеры увеличивали свои доходы, диверсифицируя активы за счет вновь выпускаемых корпоративных ценных бумаг. В результате этих изменений все большее число компаний, учрежденных в развивающихся странах, выходили на мировые рынки капитала, чтобы расширить доступ к источникам финансовых средств, привлекая займы с более длительными сроками погашения и используя прогрессивные финансовые инструменты для повышения качества управления рисками. Рост объемов долговых обязательств происходил в основном за счет компаний частного сектора – в 2002–2006 гг. на их долю приходилось свыше 60% всех банковских займов и 75% новых эмиссий облигаций. Финансовые корпорации – прежде всего коммерческие банки Индии, Казахстана, Российской Федерации и Турции – сыграли наиболее активную роль в том процессе, который вполне может обернуться бумом иностранных кредитов в банковском секторе этих стран. Банки используют ресурсы международных кредитных рынков для финансирования растущего портфеля внутренних займов и соблюдают все более высокие нормативы достаточности капитала. В условиях растущего конкурентного давления и высокой ликвидности рынков международные банки проявили готовность снизить процентную маржу, увеличить сроки погашения и принять более либеральные стандарты кредитоспособности.

Все больше компаний принимают решение об одновременной котировке своих акций на крупнейших мировых фондовых биржах, тем самым облегчая покупку и продажу акций зарубежными инвесторами и создавая каналы, посредством которых они смогут в будущем удовлетворять свою потребность в капитале. Компании часто получают преимущество, минуя недостаточно развитые отечественные рынки капитала и выполняя более строгие требования в отношении бухгалтерского учета, отчетности, раскрытия информации и корпоративного управления, предъявляемые крупнейшими финансовыми центрами. Следование этим стандартам позволяет компаниям снизить стоимость привлекаемого капитала. Однако расчет преимущественно на международные источники капитала также имеет свои негативные стороны:

- По мере того, как корпорации в развивающихся странах увеличивают оборот и расширяют сферу своей внешнеэкономической деятельности, они подвергаются все более высокому процентному и валютному риску. Несмотря на достигнутые многими фирмами успехи в управлении рисками, остаются две проблемные области, требующие особого внимания. Во-первых, накапливаемые некоторыми из них обязательства в японских йенах могут быть недостаточно застрахованы от колебаний валютного курса. Во-вторых, у многих корпораций в развивающихся странах возможности создания корпоративной системы управления рисками ограничены из-за неразвитости рынков производных финансовых инструментов, что затрудняет измерение и оценку совокупного риска и применение механизмов хеджирования. Кроме того, на нынешнем пике кредитного цикла оценка кредитного риска может оказаться существенно занижена.
- Наличие у банков обязательств в иностранной валюте требует особого внимания со стороны органов, определяющих государственную политику, учитывая критическую роль банков в отечественной денежно-кредитной системе. Иностранное заимствование, к которым прибегают банки в развивающихся странах, могут способствовать углублению и модернизации финансового сектора при условии, что существующая государственная политика и нормативно-правовая база стимулируют применение разумной банковской практики, продуманное размещение кредита и надлежащее управление рисками. При недостаточно строгом надзоре могут возникать значительные системные риски – а они редко ограничиваются пределами той страны, где действует неосмотрительный заемщик. Целый ряд стран, в особенности европейские и центральноазиатские страны с переходной экономикой, в настоящее время переживают кредитный бум, в фарватере которого следуют банки с сомнительным финансовым положением. Вызывает растущие опасения тот факт, что некоторые из этих банков – особенно в Эстонии, Венгрии, Казахстане, Латвии, Литве, России и Украине – наращивают свои открытые позиции в иностранной валюте до уровней, которые могут представлять потенциальную угрозу финансовой стабильности.

Для того, чтобы глобализация могла послужить на благо развивающихся стран и их корпораций, эти государства должны реализовать соответствующие меры макроэкономической политики и регулирования. Корпоративные решения о привлечении капитала на зарубежных рынках должны диктоваться прежде всего рыночными силами, однако государственным органам не следует уходить от принятия мер в ситуациях, когда бедственное финансовое положение корпораций может негативно отразиться на банковском секторе и тем самым повысить системный риск. При разработке таких мер политики необходимо неизменно учитывать два важных соображения. Во-первых, глобализация деятельности компаний, учрежденных в развивающихся странах, происходит под воздействием мощных рыночных сил и тенденций, неотделимых от глобализации всемирной экономики. Это долговременная тенденция, не проявляющая каких-либо признаков ослабления. В целом она носит положительный характер и должна постоянно поддерживаться

органами, разрабатывающими политику и осуществляющими нормативное регулирование. Во-вторых, государствам следует также уделять внимание управлению краткосрочными колебаниями и рисками. Чтобы уменьшить вероятность чрезмерных зарубежных заимствований со стороны корпораций и избежать критического ухудшения их финансового положения, необходимы рыночный механизм установления валютных курсов, значительно более высокая степень корпоративной прозрачности и государственное регулирование деятельности банков по привлечению зарубежных кредитных ресурсов.

Международные финансовые организации и надгосударственные учреждения (прежде всего действующие в сфере фондового рынка и учета) также могут содействовать в установлении четких и последовательных правил доступа к финансовым рынкам промышленно развитых стран. Национальные и региональные механизмы регулирования операций с ценными бумагами предусматривают различные стандарты, правила и системы. Одновременное выполнение разных систем требований может оказаться весьма дорогостоящей задачей для компаний. Под воздействием рыночных факторов и инициатив международных регулирующих органов происходит некоторое сближение систем регулирования в определенных областях, прежде всего в сфере бухгалтерского учета. Тем не менее, в случаях, связанных с выпуском акций за пределами страны и их регистрацией на основных мировых фондовых биржах по-прежнему необходимо искать точку равновесия между официальным регулированием и рыночными стимулами. А это требует дальнейшего продвижения по пути совершенствования и унификации национального регулирования в отношении корпоративного управления, раскрытия информации, правил бухгалтерского учета и механизмов принуждения.

Незначительные успехи в расширении объемов помощи

«Прилив» частного финансирования в развивающемся мире, по-видимому, представляет собой долговременную тенденцию, однако он достиг не всех берегов. В период с 1980 по 2006 гг. из всех развивающихся стран шестьдесят процентов (79 из 135) ни разу не обратились на внешний рынок облигаций; лишь восемь стран делали это многократно.

Многие страны с низким доходом лишены быстрого доступа к частным кредитным рынкам, многим из них для удовлетворения своих финансовых по-прежнему необходимы в больших объемах льготные кредиты и гранты. На конференции ООН по вопросам финансирования развития, прошедшей в г. Монтеррей в 2002 году, официальные доноры приняли обязательство увеличить объем предоставляемой ими помощи по новым соглашениям дополнительно к значительным суммам планируемого списания долга. Позднее доноры обязались существенно увеличить помощь, которая будет предоставлена на протяжении десятилетия – главным образом странам с низким доходом в центральной и южной Африке.

Продвижение к реализации этих целей в 2006 г. было незначительным. За исключением списания долга, чистые выплаты средств в счет помощи официальных доноров развивающимся странам оставались статичными, тогда как в течение предыдущих трех лет среднегодовой прирост составлял 16%.

За последние годы появилось несколько новых стран-доноров. Некоторые из них – Бразилия, Китай, Индия и Россия – на сегодняшний день являются как донорами, так и получателями помощи в целях развития. Имеется мало сведений о помощи, предоставляемой большинством новых доноров, поскольку их деятельность в этой области не охвачена единой системой отчетности. Однако с приходом новых участников в сообщество стран, предоставляющих международную помощь, возникла необходимость более четкой координации усилий доноров и более тщательного отслеживания потоков помощи, с тем чтобы предоставляемые средства направлялись туда, где они более всего необходимы и где с наибольшей вероятностью принесут желаемый результат.

Для сглаживания ожидаемых изменений на финансовом рынке необходимо закрепить и шире применять эффективные меры политики

Никогда еще не складывались столь благоприятные условия для решительных шагов к устойчивому экономическому росту и сокращению бедности. Развивающиеся страны могут получить существенные выгоды благодаря тому, что их предприятия имеют доступ к крупнейшим финансовым центрам мира, которые характеризуются обильными и ликвидными финансовыми ресурсами, широким кругом инвесторов и современными торговыми платформами. Уже четвертый год подряд развивающиеся страны, включая страны центральной и южной Африки, переживают устойчивый экономический рост. Частные кредитные рынки стали гораздо доступнее для стран с низким уровнем дохода благодаря последним инициативам по списанию внешнего долга, которые существенно уменьшили долговое бремя и повысили кредитоспособность этих стран. Успех, достигнутый столь большими усилиями, следует сохранить.

Главной предпосылкой для этого является сохранение и дальнейшее укрепление тех мер политики и механизмов, которые создали в развивающихся странах благодатную почву для экономического роста и позволили включить их в сферу внимания все большего числа инвесторов. К таким фундаментальным положительным сдвигам, отмечавшимся во многих странах с начала 1990-х гг., относятся гибкий валютный курс; постепенная либерализация контроля движения капитала, согласованная с усовершенствованиями в институциональной структуре и в сфере регулирования; наконец, приватизация государственных предприятий. Необходимы более интенсивные шаги по стимулированию развития ликвидных и должным образом регулируемых местных рынков капитала, обеспечивающих развивающимся странам надежную защиту от внешних потрясений; следует также обеспечить пруденциальное регулирование деятельности отечественных банков и других поднадзорных финансовых учреждений по привлечению внешних заимствований. Подобные структурные усовершенствования позволили бы значительно снизить финансовую уязвимость корпораций и вероятность разрушения системы корпоративных финансов; в то же время они способствовали бы планомерному росту новых рыночных институтов и укреплению регулятивного потенциала, необходимого для эффективного управления макроэкономическими показателями развивающегося мира, чья экономика со временем приобретает все более открытый характер.

Независимо от вышеуказанных положительных сдвигов, наличие циклического компонента в динамике финансовых потоков развивающихся стран означает, что новая тенденция, облегчившая суверенным и корпоративным заемщикам в развивающихся странах доступ к глобальным источникам финансовых средств, может обратиться вспять. Глобальные финансовые рынки чрезвычайно чувствительны к неблагоприятному изменению ситуации в периоды спада в глобальном цикле деловой активности, и нельзя исключать возможность резкого реагирования рынка на непредвиденные экономические или политические события. Прогноз становится еще менее оптимистичным, если учесть большой дефицит текущего платежного баланса, характерный для ряда развивающихся стран со средним уровнем дохода (особенно в Европе и Центральной Азии), а также неопределенность, связанную с функционированием «экзотических» финансовых продуктов их способностью выдерживать резкие изменения в предпочтениях инвесторов.

Выше изложены ключевые темы и соображения, изложенные в выпуске ежегодного доклада *Global Development Finance* за текущий год.