

Крис Джайлс

НЕВЕРНЫЕ УРОКИ, ИЗВЛЕЧЕННЫЕ ИЗ ФИНАНСОВОГО КРИЗИСА В АЗИИ 1997 ГОДА¹

15 января 1998 года Мишель Камdessus, директор-распорядитель Международного валютного фонда, с мрачным видом скрестив руки на груди, смотрит, как президент Индонезии Сухарто покорно подписывает последний список из пятидесяти требований МВФ. У Сухарто нет другого выбора, хотя многие из намеченных реформ явно будут непопулярными. За последние полгода из Индонезии утекло уже столько денег, что ее экономика схлопнулась бы без международной поддержки.

Таков живучий образ азиатского финансового кризиса, который начался десять лет тому назад с падения тайского бата после того, как валютным спекулянтам удалось разорвать его привязку к доллару. Финансовые сложности распространились по всей Восточной Азии, вызвав глубокий спад в экономиках, разорив некогда могущественные банки и компании, заставив страны просить помощи у МВФ и породив серьезную политическую неразбериху.

Для Азии унижение Сухарто и последующее падение после более чем тридцатилетнего пребывания у власти символизировали господство Запада и укрощение экономик азиатских «тигров» конца 1990-х. «Никогда больше» — этот урок усвоили все азиатские политики, независимо от того, пережила их экономика кризис или нет.

Оглядываясь в прошлое десятилетие спустя, становится ясно, что кризисные экономики Таиланда, Южной Кореи, Индонезии, Малайзии, Сингапура и Филиппин, согласно определению Дэвида Бертона и Алессандро Занелло, возглавляющих Департамент стран Азиатско-тихоокеанского региона МВФ, пережили лишь «временный откат»: «Блеск Азии в глобальном экономическом ландшафте и ее жизнестойкость кажутся выдающимся достижением».

Темпы экономического роста остаются высокими, хотя и не превосходят докризисный уровень; подобные финансовые потрясения кажутся сегодня

¹ Chris Giles, «Wrong Lessons from Asia's Crisis», *Financial Times*, 2 July 2007.

невероятными, поскольку азиатские центральные банки обладают огромными валютными резервами, а долги перед МВФ были возвращены досрочно. Но последствия кризиса сказываются на структуре экономик региона, на важности МВФ для развивающихся экономик и даже на глобальном балансе экономической деятельности.

Теперь возникла озабоченность тем, что складывающиеся и индустриальные экономики Азии, а также экономики Соединенных Штатов, Японии и Европы, могут столкнуться с новым финансовым бедствием, вызванным беспрецедентным торговым дисбалансом, который существует между США и Азией, и восходящим в своих истоках к азиатскому финансовому кризису, разразившемуся десять лет тому назад.

В 1997 году мало кто удивился потрясениям, которые пережила тайландская экономика. При необычайно большом дефиците текущего баланса, составлявшем около 8% ВВП, МВФ не раз предупреждал об опасности спекулятивной атаки и рекомендовал ввести более гибкий валютный курс.

Таиланд не прислушивался к этим рекомендациям. И весной 1997 года спекулянты начали борьбу с центральным банком за стоимость бата. Когда власти исчерпали валютные резервы, они проиграли и 2 июля позволили валюте упасть, причинив серьезный ущерб банкам и инвестиционным компаниям, которые брали займы в долларах, рассчитывая на сохранение прежнего курса валюты.

До этого считалось, что Таиланд был особым случаем. Но, почуяв запах крови, спекулянты лупили валюты Индонезии, Филиппин и Малайзии летом 1997, хотя ни одна из этих стран не имела ничего даже отдаленно похожего на такой дефицит текущего баланса или такую исходную финансовую уязвимость, как Таиланд.

К октябрю Индонезия обратилась за помощью к МВФ. Потом появилось немало тех, кто обвинял в провале пакет спасительных мер, в конечном итоге приведший к унижению Сухарто в январе 1998 года. Но страна уже была на пути к политической неразберихе, девальвации и гиперинфляции.

Южная Корея казалась свободной от этого, но она также пала жертвой международной паники. Ее удалось остановить только тогда, когда МВФ убедил иностранных кредиторов продлить сроки возврата займов до конца года.

Всего за несколько месяцев финансовый кризис охватил весь регион. Хотя об этом не слишком много говорилось тогда, все кризисные экономики объединяло то, что перед кризисом они переживали серьезный приток иностранного капитала в ликвидных активах; они имели дефицит текущих счетов, валютные курсы, привязанные к доллару, плохое регулирование в банковском и финансовом секторах и большие займы в иностранной валюте. Первые три черты гарантировали уязвимость перед кризисом, а последние две определяли болезненность кризиса.

Как сказала Энн Крюгер, заместитель директора-распорядителя МВФ в 2001–2006 годах: «Затем девальвация столкнула финансовые учреждения с огромными убытками и банкротством... Сокращение ВВП, которое пере-

жило большинство кризисных стран, только усугубило положение, поскольку количество и объем займов, по которым не выплачивались проценты, стремительно росли... Дальнейшее ослабление финансового сектора неблагоприятно сказалось на экономике в целом. Короче говоря, кризисные экономики втягивались в падение чем дальше, тем больше».

В результате сам МВФ лишился кредита доверия в самом быстро растущем регионе мира. Азиатские ученые, вроде Такатоши Ито, профессора Токийского университета, утверждают, что он предоставлял слишком мало денег на слишком жестких условиях: «МВФ утратил доверие как институт, способный влиять на финансовые рынки, чтобы остановить отток капитала». Он сравнивает его действия с последующими кризисами в Латинской Америке, особенно в Аргентине, где МВФ предоставлял слишком много средств на слишком мягких условиях.

Фонд признает, что некоторые его финансовые рекомендации были слишком резкими, что потребовалось время, чтобы выработать верные условия предоставления займов и что он всеми силами стремится восстановить доверие и легитимность в Азии.

Последствия для азиатских экономик были изначально неблагоприятными. В 1998 году Индонезия, Таиланд, Южная Корея, Малайзия и Филиппины пережили спад экономической активности на 8–13%, создавший серьезные социальные проблемы. Но рост быстро возобновился в виде того, что получило название «V-образного восстановления».

Вернуться к позициям, утраченным в 1998 году, так и не удалось, и, по расчетам Банка развития, средние темпы роста после кризиса «сократились в среднем на 2,5% в пяти странах, которые были затронуты им больше всего». Главной причиной замедленного роста было резкое сокращение нормы инвестиций в % от ВВП в каждой из этих экономик, что позволило странам перейти от сохранявшегося долгое время дефицита торгового баланса к профициту, но также к замедленным действительным и потенциальным темпам экономического роста.

В недавнем исследовании («Десять лет спустя после кризиса: факты об инвестициях и росте») Азиатский банк развития замечает, что непросто понять, почему норма инвестиций упала во всех кризисных странах, за исключением Южной Кореи, которая благодаря своему процветанию нуждалась в меньших инвестициях. Согласно этому исследованию, «фирмы и инвесторы могут быть теперь более осмотрительными, чем десять лет тому назад», а более эффективное регулирование, лучшее правление и более совершенные финансовые системы могут позволить вернуться к докризисным темпам роста.

В отличие от американских ученых, вроде Нуриеля Рубини из Нью-Йоркского университета, представители Азии отказываются признавать, что урок, извлеченный Азией из кризиса, был неверным.

Азия пришла к выводу, что она никогда больше не будет уязвимой для оттока капитала. Правительствам удавалось работать со своими валютами в этом десятилетии так, чтобы гарантировать сохранение низкого курса

собственной валюты и активного торгового баланса. Крупнейшая растущая экономика Азии, а именно китайская, лучше других усвоила этот урок, хотя контроль над капиталом ограничил приток «горячих денег» в 1990-х.

С тех пор были накоплены огромные валютные резервы, превышающие 1.200 миллиардов долларов (или 600 миллиардов фунтов стерлингов, 892 миллиарда евро). Согласно профессору Рубини, азиатские страны во главе с Китаем, по сути, вернулись «к фиксированным валютным курсам, несмотря на риторику перехода к плавающим курсам».

Поначалу эта политика приобретения долларов для ослабления своих валют была мягкой, так как кризисным экономикам нужно было восполнить свои резервы после валютных войн, чтобы не допустить повторения кризиса, а Китай играл сравнительно несущественную роль в глобальной экономике. Но теперь все азиатские страны имеют намного больше резервов, чем нужно для покрытия краткосрочных долгов государственного и частного сектора.

Банк международных расчетов, этот банк центральных банкиров, в типичной для него осторожной манере, сказал, что «объем резервов, по-видимому, намного превышает стандартные представления об адекватности, основанные на соображениях одной только ликвидности». Китай сегодня — это четвертая по величине экономика мира со стремительно растущей долей глобального экспорта.

Одни только послекризисные действия азиатских стран не создали бы такого огромного торгового дисбаланса. Для обеспечения стабильности нужно было также, чтобы Соединенные Штаты стали главным потребителем. В 2001 году Федеральная резервная система урезала учетную ставку, а правительство сократило налоги в ответ на спад начала десятилетия, побуждая американцев тратить с тем, чтобы вернуться к процветанию.

Эти действия гарантировали, что американская и азиатская политика согласовывались друг с другом: неограниченные расходы и внешнеторговый дефицит в первой уравновешивались меркантилизмом и активным торговым балансом в Азии.

В результате сложилась несбалансированная мировая экономика с азиатскими странами, чересчур зависимыми от экспорта в Соединенные Штаты и создающими ненужные резервы иностранной валюты, тогда как в американской экономике произошел перекосяк в сторону неторгуемых секторов, вроде недвижимости.

Это потенциально хрупкое состояние мировой экономики сохранялось намного дольше, чем считали возможным, даже периодически высказывая свое раздражение по этому поводу, в МВФ и других организациях. И у нас до сих пор нет ответа на вопрос, как долго может сохраняться такой дисбаланс.

МВФ озабочен тем, что резкое ослабление доллара в Соединенных Штатах может привести к болезненному спаду в Азии, подорвать хрупкий баланс на мировом валютном и финансовом рынке и создать угрозу протекционизма. Когда финансовые системы азиатских стран все еще остаются слабы-

ми, особенно в Китае, представления о перспективах азиатской экономики в целом могут внезапно перемениться.

При нынешнем хрупком глобальном равновесии всем странам нравится представлять себя беспомощными жертвами экономических решений других стран, снимая с себя всякую ответственность. Поэтому они отказываются принять горькую пилюлю, необходимую для того, чтобы прийти к более сбалансированной мировой экономике. Прийти одновременно к росту потребления и инвестиций в Азии и сбережений и производства товаров для внешнего рынка в Соединенных Штатах крайне непросто.

Неизвестно, научатся ли азиатские страны тратить больше в случае сокращения спроса в других странах. Оптимисты полагают, что они смогут этому научиться; пессимисты утверждают, что Китай уже заинтересован в том, чтобы его граждане потребляли больше, но все же не проводит политику, которая поощряет траты. И нет никак признаков того, чтобы американские потребители заново открыли у себя способности к сбережению.

И потому, хотя кажется, что последствия кризиса, разразившегося десять лет тому назад, преодолены, его наследие оказывает более глубокое влияние на развитие мировой экономики. Справиться с этим наследием можно, но для этого придется приложить немало усилий.

НА ПОВЕСТКЕ ДНЯ – ПРОЗРАЧНОСТЬ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

До того как в июле 1997 года разразился азиатский кризис, корпоративное управление на растущих рынках в Азии не привлекало к себе большого внимания. После впечатляющего оттока капитала из Таиланда, Южной Кореи, Индонезии и других стран региона, эта тема стала предметом широкого обсуждения.

Международные финансовые органы пришли к выводу, что лучшее корпоративное управление отчасти способствовало поступлению в развивающиеся страны более стабильных потоков капитала и ослаблению их уязвимости перед капризами «горячих денег». Для «большой семерки» ведущих индустриальных стран, вместе с Международным валютным фондом и Всемирным банком, это стало главным приоритетом при ответе на кризис.

Но то, что лучшее корпоративное управление могло предотвратить кризис, истоки которого были, прежде всего, финансовыми, кажется маловероятным. Попытки улучшить управление также оказались неуместными с точки зрения уменьшения финансовой уязвимости в регионе. Стремление азиатских стран не допустить повторения этой экономической катастрофы привело к накоплению официальных резервов в объеме, намного превышающем необходимый для того, чтобы предотвратить спекулятивные атаки на их валюты.

И все же стимулы для реформы корпоративного управления в регионе не исчезли. Инициативы, вроде Азиатского круглого стола по корпоративному управлению, организованного ОЭСР, нацелены на борьбу с недостат-

ками, как и встреча в Сингапуре, прошедшая в июне 2007 года, на которой делегаты заявили о своей приверженности дальнейшим реформам.

Также растет признание роли, которую корпоративное управление играет в улучшении работы корпораций, сокращении стоимости капитала и повышении эффективности рынка капитала. Проведению реформ способствовали, прежде всего, корпоративные скандалы. Наиболее громкими из них были мошенничество в *Procomf*, тайваньском *Enron*, и предоставление ложных сведений об убытках по дериватам в *China Aviation Oil* в Сингапуре. Большинство других дел в регионе было связано с эксплуатацией миноритарных акционеров контролирующими семьями или государственными акционерами.

Но после десятилетия реформ законы о компаниях и корпоративные кодексы в Азии приблизились к мировым стандартам лучшей практики. Проблемы связаны в основном с исполнением и проведением в жизнь этих норм.

Больше всего проблем связано со структурой корпоративного сектора Азии. Примерно две трети котируемых компаний и почти все частные компании управляются семьями. Азиатские семьи склонны управлять крупными и взаимосвязанными сетями филиалов и дочерних компаний, которые включают принадлежащие им лишь частично котируемые компании. Поэтому они обладают контролем над деятельностью и денежными потоками, несоразмерным их доле акций.

Степень их собственности зачастую непрозрачна. Сконцентрированные и переплетенные структуры проводят сделки с третьими сторонами, позволяющие семейным акционерам эксплуатировать внешних инвесторов.

В Китае держателем контрольного пакета акций нередко выступает государство. Власти китайских провинций имеют большой опыт по части пренебрежения миноритарными инвесторами.

На круглом столе все согласились с тем, что необходимо усиление требований раскрытия информации при сделках с третьими сторонами и что регулирующим органам нужны более широкие полномочия для мониторинга за сделками и наложения санкций. К другим важным приоритетам программы реформы корпоративного управления относятся прояснение и закрепление обязанности директоров действовать в интересах компании и всех ее акционеров, запрет компенсации директорам за нарушение этой фидуциарной обязанности и предоставление инвесторам права выступать с коллективными исками.

Но сказать проще, чем сделать. Судебная инфраструктура в Азии зачастую страдает от недофинансирования и занимается обслуживанием интересов власть имущих. Нередко отсутствует политическая воля к реформе: перемены в корпоративном управлении происходят только после корпоративных скандалов. Биржевое руководство сталкивается с конфликтом интересов, так как стремление к большему объему IPO и сделок по акциям может мешать регулирующей и надзорной деятельности.

Качество бухгалтерской отчетности и аудита остаются неоднородными. Бухгалтерским фирмам сложно поддерживать единые стандарты аудита в регионе.

Заметный пробел в управлении связан с ролью институциональных инвесторов. Азиатские институты были очень пассивными. Джейми Аллен, генеральный секретарь Азиатской ассоциации корпоративного управления, отмечает, что все большее число иностранных инвесторов, вроде *Calpers*, *PIAA-Cref*, *Hermes*, *F&C* и *British Columbia Investment Management*, а также консультантов, вроде *Governance for Owners*, работают с руководством компаний за сценой. Но, добавляет он, это сравнительно небольшая группа. То же можно сказать о тех, кто занимается более заметной деятельностью.

Реальность состоит в том, что огромное число институциональных инвесторов в Азии даже не участвует в голосовании акционеров. В этом во многом виноват конфликт интересов. Немногие готовы поддерживать прохладные отношения с руководителями корпораций, от которых они рассчитывают получить в управление фонды. И они не желают ставить под угрозу свой доступ к руководству.

Когда экономики чувствуют себя хорошо, а рынки находятся на подъеме, плохим управлением слишком легко пренебречь. Но на финансовых рынках история имеет неприятную особенность повторяться, но не всегда в том же виде. Нынешнее состояние большинства азиатских экономик делает повторение утечки капитала 1997–1998 годов невообразимым. Но это не значит, что фондовые биржи защищены от спада, который последует за очередной реформой корпоративного управления, вызванной скандалом.

Перевод с английского Артема Смирнова