

Р. Таггарт Мерфи

ЯПОНИЯ, СОЕДИНЕННЫЕ ШТАТЫ И АЗИАТСКИЙ ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС 1997 ГОДА¹

В своей статье Крис Джайлс утверждает, что азиатские страны могли извлечь «неверные» уроки из финансового кризиса в Азии 1997 года. Они решили, что никогда больше не будут уязвимыми перед внезапным оттоком капитала, который ускорил кризис, или предписаниями Международного валютного фонда, которые могут обострить его. Поэтому страны, вроде Таиланда, Южной Кореи, Индонезии и Малайзии, не говоря уже о Китае, перешли к накоплению резервов в иностранной валюте, намного превосходящих их импорт и потребности в выплатах по долгам. Эти резервы, преимущественно в долларовом выражении, были созданы за счет активного торгового баланса и привели к поразительному дисбалансу: огромному дефициту торгового баланса в Соединенных Штатах, который является обратной стороной невероятного профицита в Азии, зависимых от экспорта азиатских экономиках и перекосом в американской экономике «в сторону неторгуемых секторов, вроде недвижимости», расточительной как пресловутый пьяный матрос.

Впечатляющие и беспрецедентные масштабы этого дисбаланса пугают аналитиков, вроде Джайлса. Хотя он признает, что ответ Азии на более ранний кризис «делает повторение утечки капитала 1997–1998 годов невообразимым». Он сетует на состояние корпоративного управления в Азии, но признает, что в вопросах достижения большей прозрачности и ответственности «сказать проще, чем сделать».

В 1965 году сатирик Том Лерер высмеял мнимую отвагу солдат «армии песен протеста», заполонивших столовые кампусов и взывавших к таким спорным целям, как мир и братство. Призывы к ответственному управлению и прозрачному корпоративному управлению на страницах глобальной

¹ R. Taggart Murphy, «Japan, the United States and the Asian Financial Crisis of 1997: Reflections a Decade On», *Japan Focus*, August 1, 2007. <http://www.japanfocus.org/products/topdf/2485>.

финансовой прессы выглядят точно так же. Джайлс знает об этом и потому признает, что представление, будто «лучшее корпоративное управление смогло бы предотвратить кризис, истоки которого были, прежде всего, финансовыми, кажется маловероятным».

Таким образом, мы имеем дело с загадкой. Возможно, экономики Азии извлекли «неверный урок» из кризиса, но, подобно тому как иммунные системы, однажды оказавшись уязвимыми, научились справляться с данным патогеном, эти экономики сделались во многом неуязвимыми к повторению событий конца 1990-х. К сожалению, они не всегда и везде могут справляться с новыми патогенами, а антитела, которые они выработали для борьбы с инфекцией 1997 года, вызвали аллергическую реакцию в форме непомерного дисбаланса. Было бы неплохо, если бы эти экономики имели лучшее корпоративное управление. Но никакая прозрачность и хорошее управление в мире не могут возместить потери и уменьшить сложившийся дисбаланс. И в нынешней ситуации вряд ли приходится рассчитывать на лучшее корпоративное управление. Растущий дисбаланс выглядит пугающим, но он «сохранялся намного дольше, чем считали возможным». Между тем МВФ, созданный в 1944 году именно для того, чтобы бороться с таким дисбалансом, так же беспомощен, как и все остальные. Хотя озабоченность тем, что «резкое ослабление доллара в Соединенных Штатах может привести к болезненному спаду в Азии», не говоря уже о подрыве «хрупкого баланса на мировом валютном и финансовом рынке», МВФ «лишился кредита доверия в наиболее быстро растущем регионе мира». Даже если врачи из МВФ знали о том, что делать с дисбалансом, который не был создан ими, больше никто не станет их слушать.

Ко всем, кто говорит, что у него есть ответ на эту загадку, следует относиться скептически, но в определенном контексте это может оказаться полезным. Прежде всего, азиатский финансовый кризис случился не в вакууме. Буму, который завершается паникой, всегда предшествует быстрый рост кредита. В середине 1990-х кредиты, поддерживавшие бангкокский рынок недвижимости, поступали в основном от Банка Японии. И крах этого рынка привел к более широкому кризису. Банк Японии не был заинтересован в росте цен на тайскую недвижимость; он отчаянно закачивал деньги в японскую банковскую систему, чтобы удержать ее на плаву. Но японские банкиры поняли, что министерство финансов Таиланда было неспособно или не готово соблюдать давнее неписанное соглашение, по которому ни одному японскому банку никогда не позволят погибнуть. Напуганные японские банкиры даже перестали давать кредиты внутри страны. Значительная часть ликвидности, закачанной в систему Банком Японии, осела в банках и у застройщиков по всей Юго-Восточной Азии. Наиболее распространенной схемой были сделки на разнице процентных ставок, когда хеджевые фонды брали займы в иенах практически под нулевые проценты, обменивали ее на приносящую более высокие проценты валюту, вроде долларов или бата, и в результате получали прибыль за счет разницы процента. Все это устраивало участников вплоть до наступления событий, описанных Джайл-

сом: спекулятивная атака на бат, крах многих тайских финансовых институтов, заражение других экономик региона.

Эта история важна сегодня по двум причинам. Прежде всего, подобные сделки на разнице процентных ставок возобновились, причем в такой степени, которая может превосходить уровень середины 1990-х. Банк Японии продолжает закачивать деньги в японскую банковскую систему с помощью своей политики низкой процентной ставки. Хотя банки находятся сегодня в лучшей форме, чем десять лет тому назад, внутренние займы все еще незначительны и огромные суммы денег продолжают поступать из-за рубежа посредством описанного механизма, вызывая волнообразное изменение цен на активы во всем мире. Никто не может с уверенностью предсказать, какая из этих волн вызовет системный кризис, хотя, принимая во внимание ситуацию на ипотечном рынке Соединенных Штатов, этот кризис вполне может начаться с него. Но следует помнить, что то, что может казаться кристально ясным в ретроспективе, редко бывает ясным во время самих событий; люди, охваченные психозом — будь то токийская недвижимость конца 1980-х, бангкокская коммерческая недвижимость середины 1990-х или американская ипотека середины 2000-х, — не понимают, что происходит. Когда они начинают понимать, психоз проходит, обычно с неблагоприятными последствиями для всех заинтересованных сторон.

Во-вторых, важнейшая ошибка, совершенная МВФ в середине 1990-х, состоит в том, что можно назвать просвещенной слепотой к институциональной ткани развития. Верные идеологии, которая всегда считает свободное движение товаров и капитала полезным для экономики, чиновники МВФ забыли, что либерализация одних секторов и сохранение других закрытыми могут быть очень опасными. («Забыли», потому что Джон Мейнард Кейнс, дитящем которого является МВФ, никогда бы не совершил такой ошибки — Кейнс открыто выступал за международный контроль над капиталом). Как отмечает Джайлс, азиатские экономики либерализовали свои финансовые системы без прозрачного корпоративного управления и институтов ответственного руководства. Безусловно, изначальное требование к странам, вроде Кореи, открыть свои финансовые системы исходило как от американского министерства финансов, так и МВФ (оставляя в стороне вопрос о степени независимости МВФ от американского министерства финансов). Можно понять, почему Соединенные Штаты могут настаивать на разрешении продажи чего-то, в чем они весьма конкурентоспособны — финансовые услуги, — странам, в торговле с которыми они имеют огромный дефицит. Но, как показал кризис, очень опасно устранять средства, которые правительства имеют для придания финансовым рынкам желаемого направления в странах, где контроль над корпорациями и их жизнеспособность зависят от неформальных властных механизмов, а не от закона и стандартов отчетности. Какое бы недовольство у нас ни вызывали влиятельная семья Лиема в Индонезии или корейские чеболи, попытка заставить эти страны открыть свои банки для глобальной конкуренции при сохранении непрозрачности корпоративной собственности просто создаст условия для краха соответствующих банковских систем.

Япония никогда не совершала этой ошибки, что подводит нас к любопытному «белому пятну» в статье Джайлса. Джайлс пишет так, будто в новом послекризисном политическом ответе многих азиатских стран было что-то новое: сумасшедший экспорт и создание огромных долларовых резервов. Но именно этим Япония занималась с 1950-х годов. И уже в конце 1960-х Япония имела достаточные долларовые резервы, чтобы забыть о кризисах платежного баланса. С тех пор Япония защищала себя от прихотей глобальных рынков с помощью своих огромных долларовых накоплений.

Но Япония всегда сохраняла жесткий контроль над своей финансовой системой. Даже сегодня, когда многие формальные механизмы контроля упразднены, ни один японский финансовый институт не станет перечить министерству финансов. Важность наличия множества различных средств контроля стала очевидна в конце 1990-х, когда по разным причинам — азиатский финансовый кризис был одной из них — японская банковская система оказалась на грани краха.

Следует помнить, что банки терпят крах не потому, что их активы — займы и другие инвестиции — истощаются. Они терпят крах, когда они не могут привлечь достаточно депозитов, чтобы покрыть долги активами, то есть когда их вкладчики бегут. Именно это и произошло в странах, вроде Таиланда, Индонезии и Кореи. Но не в Японии; японские власти держали систему на плаву. Их контроль над финансовой системой и их обширные долларовые накопления помогли Японии благополучно пережить кризис.

Это и наблюдалось в остальной Азии. Извлекла ли она «неверные» уроки — то есть накопила столько долларов, сколько могла, и создала инструменты, позволяющие при необходимости изолировать свои финансовые системы? Я полагаю, что это зависит от точки зрения. Если вам нужен мир, в котором американцы сберегают больше, азиатские экономики растут за счет оживленного внутреннего спроса, а американское правительство ограничено в своих военных авантюрах, потому что оно не может занять денег, чтобы заплатить за них, тогда, возможно, эти уроки будут «неверными». Но если вы — азиатский лидер, пытающийся сделать так, чтобы страна могла пережить очередной глобальный системный кризис, сохранив свою независимость и не испытав резкого и политически опасного снижения жизненного уровня, то, возможно, они не так уж «неверны».

Перевод с английского Артема Смирнова