

61:02-8/2163-3

РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАУК
ИНСТИТУТ ВОСТОКОВЕДЕНИЯ

На правах рукописи

ЮНИН Константин Геннадьевич

ВАЛЮТНО-ФИНАНСОВЫЕ ПРОБЛЕМЫ СТРАН ВОСТОЧНОЙ И
ЮГО-ВОСТОЧНОЙ АЗИИ

Специальность 08.00.14 – Мировая экономика

Диссертация

на соискание ученой степени

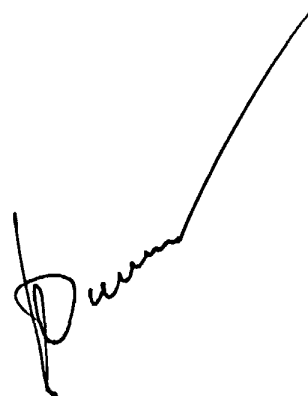
кандидата экономических наук

Научный руководитель

доктор экономических наук, профессор

В.А. Яшкин

Москва 2001



План

Введение.....	2
<u>Глава 1. «Экономическое и валютно-финансовое положение стран ВА и ЮВА в 90-х гг.».</u>	
1.1 Развитие экономики и ВЭС стран ВА и ЮВА.....	9
1.2 Экономическая и валютно-финансовая политика в 90-х гг..	32
<u>Глава 2. «Внешние расчеты и платежный баланс».</u>	
2.1 Внешняя торговля и торговый баланс.....	53
2.2 Движение капитала и баланс операций с капиталом.....	72
2.3 Платежный баланс и внешняя задолженность.....	80
<u>Глава 3. «Валютно-финансовый кризис 1997-1998 гг. и экономическая обстановка в странах ВА и ЮВА после кризиса».</u>	
3.1 Валютно-финансовый кризис 1997-1998 гг.	93
3.2 Состояние экономики и валютного регулирования после кризиса 1997-1998 гг.	119
3.3 Деятельность международных кредитно-финансовых организаций в экономике ВА и ЮВА во время и после кризиса	142
Заключение.....	152
Список литературы.....	155

Введение

Экономисты часто используют термин “чудо”, при объяснении феноменального роста экономики Азиатско-Тихоокеанского региона (АТР) в 80-х и 90-х гг. Действительно, экономика Японии, НИС-4, АСЕАН-4 и Китая росла в несколько раз быстрее, чем США, ЕС и многих иных промышленно развитых стран запада, составляя в среднем 8% в год.

“Азиатское чудо” широко обсуждалось в академических изданиях и СМИ частично потому, что такой быстрый экономический рост в регионе сопровождался очень низкой безработицей и сужающимися различиями в уровнях благосостояния богатых и бедных слоев населения. Экономисты долго удивлялись способности стран АТР подняться из крайней бедности и стать сильнейшими экономиками мира. Например, в 1953 г. Южная Корея была ослаблена и доведена до крайней бедности гражданской войной. Однако, уже в период 1960-1990 гг. эта страна по темпам экономического роста опережала такие страны как Бразилия и Аргентина. В итоге Южная Корея заняла 11-е место среди сильнейших экономик мира. Многие страны АТР имели схожие экономические успехи. Южная Корея, Гонконг, Тайвань и Сингапур, вследствие быстрого и агрессивного прорыва на глобальный рынок, стали известны сейчас как “четыре тигра”. Другие “тигры” – Индонезия, Малайзия, Филиппины и Таиланд также сделали незаурядный скачок в экономическом росте за относительно короткий промежуток времени. Среди американских исследователей особый интерес к “азиатскому чуду” появился в 80-е годы, когда азиатские страны стали серьезными конкурентами для США, особенно быстро на внутренних рынках автомобилей и электроники, что привело к колоссальному росту торгового дефицита США и, соответственно, массивному притоку долларов в международную сфе-

ру. Успех азиатских государств, в немалой степени объясняется целенаправленной, гибкой и последовательной экономической политикой, которая дала возможность азиатским правительствам оказывать большое влияние на формирование товарных рынков. Азиатские чиновники взяли на себя главную роль в развитии определенных компаний и отраслей промышленности и поддерживали их при помощи налоговых льгот и субсидий, а также посредством тарифных и других мер по защите отраслей промышленности от международной конкуренции. В результате такой политики крупные корпорации, поощряемые государством, стали мощными конкурентами на международных рынках. Южная Корея – типичный пример переплетения политических и деловых кругов с целью проведения взаимовыгодного курса на построение сильной экономики. До кризиса 1997-1998 гг. в частном секторе этой страны господствовали тридцать крупных конгломератов-чеболь, которым банки под давлением или при поддержке государства выделяли дешевые кредиты, для того, чтобы поддерживать их рост в период процветания и выручать их во время финансовых трудностей. Некоторые из них, например "Хюндай мотор Ко." и "Самсунг груп", стали одними из наиболее преуспевающих корпораций в мире. Несмотря на экономические успехи, в политическом отношении развивающиеся страны АТР (РС АТР) неоднократно подвергались критике за ограничение и подавление демократических свобод, в частности, правительства Южной Кореи, Индонезии, Сингапура и Филиппин, которые помогли создать стабильную экономическую систему и привели общество к высоким стандартам жизни и в то же время ущемляли права человека.

Но за последние три года ситуация в Азиатско-Тихоокеанском регионе драматически изменилась: в июле 1997 г. огромную часть АТР охватил валютно-финансовый кризис, и проблемы, которые возникли

естественно задолго до кризиса, стали выплывать наружу. Сначала экономический кризис поразил финансовый сектор Таиланда и очень быстро распространился на Малайзию, Индонезию, Южную Корею, а затем и ряд других азиатских государств. Многие экономисты были всерьез обеспокоены тем, что “азиатская зараза” может распространиться и на относительно сильную экономику Японии и Китая, а в конечном счете обвалить экономический рост во всем мире.

Спусковым крючком в разворачивании кризиса в АТР стала массовая девальвация валют, поставившая азиатские предприятия и банки в затруднительное положение по выплатам долгов, номинированных в иностранных валютах, таких как доллар США. В результате прокатилась волна неплатежей по кредитам и большая часть финансового сектора обанкротилась. Правительства этих стран, неспособные мобилизовать достаточно финансовых ресурсов, чтобы остановить распространение “инфекции”, были вынуждены просить помощи у международных кредитно-финансовых организаций. Помощь пришла в виде кредитов МВФ и некоторых азиатских стран, оказавших поддержку борющейся за выживание азиатской финансовой системе. В качестве ответного шага страны-получатели обязались принять ряд мер по сдерживанию кризиса и стабилизации местных фондовых рынков. Во всех странах, пострадавших от кризиса, правительства по мере своих возможностей оттягивали девальвацию. Однако эти меры не дали нужного результата, и, в конечном счете, курсы валют обвалились в больших размерах, чем, если бы девальвации были проведены своевременно.

Недавний валютно-финансовый кризис в Азии (1997-1998 гг.) выявил ряд экономических и политических проблем, скрывавшихся за высокими темпами экономического роста, и привел к необходимости про-

ведения комплексного анализа причин, повлекших дестабилизацию валютно-финансовой сферы.

Актуальность темы исследования определяется совокупностью ряда причин:

во-первых, важной ролью, которую играют страны ВА и ЮВА в мировой экономике и экономике АТР, большим ресурсным потенциалом и высокими темпами их развития;

во-вторых, высоким уровнем интеграции стран ВА и ЮВА в экономику региона, достигнутого на базе внутрорегионального разделения труда и обмена при активном развитии внерегиональных экономических связей;

в-третьих, ключевой ролью, которую играют валютно-финансовые потоки в качестве ресурсного фактора развития и стимулятора интеграционных процессов;

в-четвертых, важной ролью, которую играют обменные курсы валют в обеспечении устойчивости развития экономики стран региона, особенно в условиях глобализации мировых финансовых рынков;

в-пятых, большими возможностями, которые открывает сотрудничество со странами ВА и ЮВА, в том числе в валютно-финансовой сфере, для развития экономики России;

в-шестых, необходимостью тщательного анализа причин и последствий валютно-финансового кризиса 1997-1998 гг. и перспектив экономического развития стран ВА и ЮВА на ближайший период.

Предметом исследования в диссертации являются валютно-финансовые проблемы развития стран ВА и ЮВА на современном этапе (главным образом в 90-е гг.), а его главная цель состоит в раскрытии основных закономерностей и особенностей развития валютно-финансовой сферы этих стран и ее влияния на экономику.

Исходя из этой главной цели, автор пытался решить ряд конкретных задач:

- раскрыть основные направления развития экономики и внешне-экономических связей стран ВА и ЮВА в 90-е гг., включая внешнюю торговлю, движение капитала и технологии, а также состояние торговых балансов, балансов капитала и платежных балансов;

- дать анализ основных направлений экономической и валютно-финансовой политики этих стран, а также выявить главные причины и последствия валютно-финансового кризиса 1997-1998 гг. и определить перспективы послекризисных реформ финансового и корпоративного секторов экономики в этих странах, особенно странах, наиболее пострадавших от кризиса;

- дать критический анализ валютно-финансовой политики и валютно-финансового регулирования, а также деятельности МКФИ в этих странах.

Научная новизна исследования определяется прежде всего тем, что по существу это – пока что первая в отечественной литературе по мировой экономике и МЭО полномасштабная работа, в которой содержится попытка дать развернутый и системный анализ финансовых и валютных систем и их влияния на развитие экономики стран ВА и ЮВА с учетом их внутрирегиональных связей.

В ходе анализа были получены следующие основные научные результаты:

- дана оценка экономического развития стран ВА и ЮВА до, во время и после валютно-финансового кризиса;

- дан комплексный анализ платежных балансов с учетом их структурных параметров;

- дана оценка методов валютно-финансового регулирования и динамики валютных курсов;
- дан комплексный анализ причин и последствий азиатского валютно-финансового кризиса, а также оценка перспектив послекризисных реформ в экономике и валютно-финансовой сфере;
- дан критический анализ роли МКФИ и хода выполнения стабилизационных программ во время и после валютно-финансового кризиса, а также продвижения структурных реформ по странам, наиболее пострадавшим от кризиса.

Практическая значимость исследования определяется прежде всего тем, что его основные положения и выводы могут быть использованы для более углубленного анализа экономики стран ВА и ЮВА, разработки практических рекомендаций по совершенствованию валютно-финансовой политики РФ и механизма ее реализации, а также в учебных целях при подготовке курсов по экономике развивающихся стран и валютно-финансовых разделов в курсах по мировой экономике и международным экономическим отношениям.

Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения и списка использованной литературы.

Во введении обоснованы основные цели и задачи исследования, определены актуальность темы, ее научная новизна и практическая значимость.

В первой главе главным объектом анализа являются основные направления экономического развития стран ВА и ЮВА и их внешнеэкономические связи, прежде всего со странами АТР, а также особенности государственной политики в области валютного регулирования.

Во второй главе анализируются главным образом внешняя торговля, движение капитала и балансы текущих операций в странах ВА и ЮВА.

В третьей главе предметом анализа являются причины и последствия валютно-финансового кризиса, а также состояния и перспектив развития экономики стран ВА и ЮВА после кризиса.

В заключении содержатся основные выводы исследования, в том числе имеющие отношение к совершенствованию валютно-финансовой политики и механизма ее реализации в РФ, а также в ряде других стран переходной группы.

Глава 1. «Экономическое и валютно-финансовое положение стран ВА и ЮВА в 90-х гг.».

1.1 «Развитие экономики и ВЭС стран ВА и ЮВА».

В качестве специальных объектов анализа по основным экономическим параметрам определены две группы стран:

– новые индустриальные страны – НИС-4 (Сингапур, Гонконг¹, Южная Корея, Тайвань), относящиеся к верхнему эшелону развивающихся стран. По своим основным структурным параметрам эти страны близко подошли к развитым странам и в мировом хозяйстве занимают, по существу, промежуточное положение, специализируясь на экспорте промышленной продукции, в том числе высокотехнологичной и наукоемкой, или осуществляя посреднические функции в движении капитала и технологии;

– страны АСЕАН-4 (Индонезия, Малайзия, Таиланд, Филиппины). В этих странах, относящихся к среднему эшелону развивающихся стран, становление индустриальной системы производительных сил еще не завершено, а их экспорт характеризуется той или иной степенью сочетания промышленной и сырьевой ориентации, но уже начато освоение элементов НТР, что позволяет им менять структуру экспорта в пользу наукоемкой и высокотехнологичной продукции;

На протяжении последних трех десятилетий АТР являлся фактически единственным бурно развивающимся регионом мира. Экономика этого региона росла быстрее остального мира по следующим основным причинам: во-первых, страны АТР имели значительный потенциал для

¹ Гонконг с 1998 г. включен в состав КНР в качестве специального административного района Сянган.

экономического рывка (так как они вступили в 60-е гг. с относительно низко оплачиваемой и хорошо обученной рабочей силой); во-вторых, быстрому и устойчивому экономическому росту способствовали географические и структурные характеристики; в-третьих, послевоенные демографические изменения безусловно способствовали высоким темпам экономического роста этих стран и в-четвертых, их экономическая политика и стратегия внесли значительный вклад в устойчивость роста экономики региона.²

Быстрый и устойчивый рост экономики стран ВА и ЮВА сопровождался впечатляющим развитием социальной сферы: бедность, детская смертность и неграмотность среди взрослого населения значительно сократились, а продолжительность жизни существенно повысилась. Следует заметить, что эти страны достигли рекордных темпов экономического роста без существенного разрыва в доходах.³ Однако существуют свидетельства, что эффективность капиталовложений в ряде стран ВА и ЮВА снизилась, частично, из-за быстрого сближения их подушевого дохода с уровнем развитых стран, а в некоторых случаях из-за переинвестирования.

Четыре основных фактора объясняют феноменальный рост экономики Южной Кореи. Первый – определяющая роль правительства в ходе реформ и в пореформенный период развития. Второй – стратегия экспортоориентированного производства. Третий – хорошая обеспеченность дешевой, но в то же время неплохо подготовленной рабочей силой. Четвертый – благоприятный для роста деловой активности международный климат.

Реформы, начавшиеся с 1962 г., превратили Южную Корею из бедной аграрной страны в бурно развивающуюся индустриальную. Этот

² Radelet S., Sachs J., Lee J-W., "Economic Growth in Asia" July, 1997, p. 1.

экономический прорыв получил название “экономического чуда на реке Хан”. Экономические реформы проводились под руководством и контролем правительства с широким применением механизма государственного планирования. Цели и курс реформ изначально определяли стратегию экспортноориентированной индустриализации. Структурная перестройка предусматривала переход из аграрной экономики в открытую промышленную с акцентом на развитие обрабатывающей промышленности и экспортной торговли. Принимались и другие планы, в частности, в результате реализации программы по уменьшению тарифов, разработанной в 1984 г., средняя ставка тарифов на производимые товары снизилась с 22,6% в 1983 г. до 6,2% в 1996 г. Вслед за индустриализацией последовала урбанизация – доля сельских жителей в стране уменьшилась с 57% в 1962 г. до 11% в 1995 г. В то же время благодаря механизации сельского хозяйства производство сельскохозяйственной продукции удвоилось за 15 лет с начала реформ.

В таблице №.1 представлены темпы роста ВВП некоторых стран АТР в 90-е гг. Общая картина достаточно ясна: во всех указанных в таблице странах темпы прироста ВВП в 90-е гг. были неизменно высокими в среднем более 7%. Исключения – Япония, а на периферии региона – Филиппины, где в начале 90-х гг. темпы роста были довольно низкими (даже отрицательными), однако уже к 1994 г. они выросли до 4,4%, а к 1997 г. – до 9,7%. Только в 1996 г. в большинстве стран ВА и ЮВА произошло незначительное замедление темпов экономического роста. Например, в Южной Корее – с 8,9% ВВП в 1995 г. до 7,1% в 1996г.

Таблица №.1: темпы роста ВВП.

<i>СТРАНА</i>	<i>1991</i>	<i>1992</i>	<i>1993</i>	<i>1994</i>	<i>1995</i>	<i>1996</i>	<i>1997</i>
Япония	3.5	1.0	0.3	0.7	1.4	5.1	1.4
Южная Корея	9.13	5.06	5.75	8.58	8.94	7.10	5.47

³ IMF World Economic Outlook 1998, Part III. Washington D.C. p.82.

Сингапур	7.27	6.29	10.44	10.05	8.75	7.32	7.55
Гонконг	4.97	6.21	6.15	5.51	3.85	5.03	5.29
Тайвань	7.55	6.76	6.32	6.54	6.03	5.67	6.81
Индонезия	6.95	6.46	6.50	15.93	8.22	7.98	4.65
Малайзия	8.48	7.80	8.35	9.24	9.46	8.58	7.81
Филиппины	-0.58	0.34	2.12	4.38	4.77	5.76	9.66
Таиланд	8.18	8.08	8.38	8.94	8.84	5.52	-0.43
Китай	9.19	14.24	12.09	12.66	10.55	9.54	8.80

Источник: Corsetti, at al. 1998 NBER WP №.w6833 (tables).

Япония – IMF International Financial Statistics Yearbook 2000. p. 591.

Высокие темпы экономического роста стран ВА и ЮВА объясняют, почему при обсуждении его экономических проблем стали столь часто повторяться два слова, вызывая беспокойство инвесторов. Первое слово это – “перенакопление”, создание избыточных производственных мощностей, чрезмерные инвестиции в основной капитал, что безусловно чревато драматическими последствиями, а второе – “дефляция”, которая не представляла угрозы со времени Великой депрессии, но может иметь серьезные последствия в случае своего распространения. Одно дело – мягкое снижение цен и совсем иное – длительный цикл девальваций, инициированный азиатскими странами в погоне за повышением конкурентоспособности и экспортной экспансией в условиях глобального избытка производственных мощностей. Налицо признаки чрезмерной кредитно-финансовой активности, вызвавшей спираль конкурентных девальваций, вследствие неспособности ввести в разумные пределы накопление и задолженность.

Из четырех экономических “тигров”, а именно: Гонконга, Южной Кореи, Сингапура и Тайваня (вместе НИС-4), Южная Корея является наиболее населенной – около 45 млн. человек и наиболее крупной экономикой; ее ВВП в 1994 г. составил \$378 млрд. (для сравнения ВВП США составил \$6,6 трлн.). ВВП Тайваня составлял примерно две трети ВВП Южной Кореи, и, примерно, половину ее населения. Среди них Гонконг и Сингапур – самые малые “тигры”.

В 60-х гг. все четыре экономики начали свое восхождение в довольно бедных условиях, за исключением богатых ресурсов рабочей силы. В 1965-1994 гг. доход на душу населения всех четырех стран рос в среднем на 6-7% в год, и вырос почти в пять раз, варьируясь от 8'260 долл. в Южной Корее и до 22'500 долл. в Сингапуре. В 1994 г. на долю всех четырех стран приходилось около 3% мирового производства товаров и услуг, и это притом, что население этих стран составляло всего лишь 1% мирового населения. Конечно, доля этих стран в мировом производстве не выглядит столь значительной, если ее сравнить с долей Японии (18% мирового ВВП, при 2,3% мирового населения) или США (26% ВВП и 4,6% населения). Еще более впечатляющей является их доля в мировой торговле. В 1994 г. экспорт четырех стран составил более 10% мирового экспорта по сравнению с 2,5% в 1971 г. Доля импорта совпадала примерно с долей экспорта.

Эти цифры говорят о том, что главным элементом столь бурного экономического роста этих стран была внешняя торговля. В 1994 г. внешний сектор (импорт + экспорт) составлял 52% ВВП Южной Кореи, 73% Тайваня, 240% Гонконга и 280% Сингапура (для сравнения в США этот сектор не превышал 17% ВВП).⁴

По мере развития экономик этих стран, структура их экспорта тоже не стояла на месте: они стали экспортировать преимущественно наукоемкие промышленные товары, такие как машинное и технологическое оборудование. Изменение структуры экспорта, в свою очередь, изменило индустриальный облик этих стран. Такая трансформация, естественно, потребовала дополнительных финансовых ресурсов. Необходимость в финансовых средствах стала особенно острой, поскольку, практически с 1970 г. финансовые системы этих стран были малы и элементарны.

⁴ Chan Huh, "Banking Sistem Developments in the For Asian Tigers". 1997, pp.1-5 (www.frbsf.org)

Правительства этих стран, за исключением Гонконга, приняли очень активное участие в попытках мобилизовать сбережения и направить их на развитие промышленности. Формирование сбережений стимулировалось различными методами, в том числе принудительными. Наиболее характерным примером является Сингапур, где правительство стимулировало высокие нормы сбережений посредством принудительных вкладов владельцев и служащих частных предприятий и организаций в страховой резервный фонд (provident fund). (Как правило, член такого фонда мог использовать сбережения на образование, медицинское обслуживание, жилищное строительство, или в связи с уходом на пенсию). Правительства Южной Кореи и Тайваня также использовали, хотя и менее формальные и масштабные, специальные механизмы формирования сбережений. Накопленные ресурсы правительства всех трех государств использовали для создания государственных банков развития и различных специальных фондов, предназначенных для кредитования определенных сфер производства, особенно экспорториентированных секторов промышленности и масштабных проектов по развитию инфраструктуры.

Коммерческие банки Южной Кореи и Тайваня также сыграли немаловажную роль так как, являясь основным источником частных сбережений, по требованию правительств кредитовали развитие определенных отраслей промышленности по ставкам ниже рыночных.

В 1980 г. в Южной Корее около 54% всех банковских кредитов ушло в обрабатывающую промышленность. В 1990 г. эта доля уменьшилась, однако, по-прежнему, оставалась значительной – 44%, причем в 1980-1990 гг. доля обрабатывающей промышленности в ВВП держалась на уровне 30%. Аналогичная ситуация наблюдалась и на Тайване: в 1980 г. более 70% банковских кредитов ушло в обрабатывающую промыш-

ленность, а в 1990 г. снизилась до 57%, в то время как ее доля в ВВП в 1980-1990 гг. понизилась с 48% до 44%.

Правительство Сингапура направляло кредиты в промышленность целевым назначением через государственные институты, не прибегая к регулированию банковского сектора. В 1990 г. доля капиталовложений в реальный сектор составила 30% ВВП этой страны, из них на банковский сектор пришлось лишь 13%.

В Гонконге, в отличие от трех других “тигров”, правительство не регулировало финансирование промышленности и не вмешивалось в ее взаимоотношения с банковским сектором.

Несмотря на такие различия во взаимоотношениях промышленного и банковского секторов, все НИС-4 достигли впечатляющих темпов экономического роста и дали свой ответ на вопрос о роли банковского сектора в экономическом росте.

В 1994 г. доля обрабатывающей промышленности в ВВП Тайваня и Южной Кореи составляла 31% и 27% , тогда как банковские и финансовые услуги – 18% и 17% ВВП, соответственно. И, наоборот, на долю промышленного и финансового секторов приходилось 28% и 27% ВВП Сингапура и, соответственно, 9% и 27% ВВП Гонконга.⁵ Эти цифры, наверное, отражают основные направления курса экономического развития, проводимого в этих странах. Недавние события, произошедшие в банковской системе в Южной Корее и, в меньшей степени, на Тайване, указывают на негативные побочные эффекты, которые могут возникнуть при директивном распределении кредитов между сферами экономической деятельности. Опыт Сингапура показывает, что механизм директивного кредитования для развития промышленных отраслей не обя-

⁵ Chan Huh, “Banking Sistem Developments in the Four Asian Tigers”. 1997, pp.1-5 (www.frbsf.org)

зателен, а опыт Гонконга, – что быстрый экономический рост не всегда требует мощного развития обрабатывающей промышленности.

Во второй половине 1996 г. темпы экономического роста этих стран замедлились. Главная причина это – неблагоприятные изменения условий торговли: круто обрушились цены на чипы для компьютеров – новую золотую жилу не только для НИС-4, но и для менее развитых АСЕАН-4. Экономический спад оказался наибольшим в Южной Корее. В начале 1997 г. некоторые крупные предприятия обанкротились, некоторые вступили в полосу серьезных финансовых трудностей, а некоторым удалось быстро уйти в другие области экономической деятельности. Многие фирмы имели настолько большую долю заемных средств, что оказалось недостаточно даже 5-6%-го роста реального ВВП, чтобы собрать денежные средства для покрытия их долговых обязательств.⁶

Затем финансовые проблемы перекинулись на банковский сектор, поскольку частные коммерческие и государственные банки были основными источниками средств для этих компаний. На деле многие банковские ссуды предоставлялись не на основе коммерческих интересов, а в зависимости от принадлежности кредитуемой компании к стратегическим отраслям промышленности.⁷

В результате, с начала 1997 г. на международных рынках ссудного капитала расходы многих южнокорейских финансовых институтов значительно возросли. Для большинства банков это обстоятельство приняло неблагоприятный оборот, поскольку уже в 1996 г. рентабельность многих из них понизилась.

⁶ Chan Huh, "Banking Sistem Developments in the Four Asian Tigers". 1997, pp.1-5 (www.frbsf.org)

⁷ Например, когда главного представителя одного из банков, вызванного на специальное заседание после банкротства сталелитейной компании, спросили, почему его банк выдал так много кредитов этой фирме, он ответил, потому что производство стали является важной стратегической отраслью государства. Опыт недавних лет говорит о том, что в южнокорейском банковском секторе, спустя десять лет после их приватизации, принцип вложения денег в целях достижения коммерческой выгоды так и не укрепился.

На Тайване попытки модернизировать финансовый сектор, по-видимому, не дали требуемого результата. Несмотря на то, что к 1991 г. сформировалось значительное количество частных банков, большинство банков все еще по-прежнему принадлежали центральному или местным органам власти. Однако, государственный статус банка, как известно, еще не гарантия высокой кредитоспособности.

Несмотря на высокие темпы экономического роста в странах ВА и ЮВА, обоснованность политики развития определенных секторов экономики остается недоказанной. Очевидно, как в Японии, так и в Южной Корее условия несовершенной конкуренции для таких отраслей промышленности как металлургия, кораблестроение и автомобилестроение были созданы, что, однако, было связано со значительными затратами и рисками. Например, в 1970 г. попытки субсидировать некоторые отрасли промышленности в Южной Корее и Японии оказались настолько дорогими, что это привело к снижению их производительности. Некоторые американские экономисты обнаружили, что индустриальная политика в Японии не была направлена на развитие быстрорастущих отраслей промышленности; корреляция между ростом промышленности и размером государственной поддержки, фактически, была отрицательной.⁸ В середине 80-х гг. в Южной Корее поддержка неплатежеспособных компаний потребовала списания или реструктуризации долгов, исчисляемых многими миллиардами долларов.

Таиланд являлся одной из наиболее экономически преуспевших стран АСЕАН, и поэтому "атака" на его валюту в 1997 г., некоторым образом, была неожиданна. В 90-х гг. темпы экономического роста в Таиланде, до замедления в 1996 г., составляли в среднем более 8% в год. Хотя темпы инфляции выросли с 3,4% в 1993 г. до 5,9% в 1996 г. (см.

⁸ Glick R., Moreno R. "Government Intervention and The East Asian Miracle" 1997, pp.1-5 (www.frbsf.org)

таблицу №.3), они все же оставались умеренными по стандартам развивающихся стран. Национальные сбережения в Таиланде находились на высоком уровне – около 34% от ВВП (см. таблицу №.6), а правительство за период 1986-1996 гг. девять раз имело бюджетный профицит. Эти показатели резко отличаются от показателей в Мексике: до обвала песо в декабре 1994 г. национальные сбережения находились на низком уровне, рост ВВП характеризовался отсутствием динамизма, а экономика все еще ощущала остаточное воздействие трехзначной инфляции конца 80-х гг.

Чем Таиланд действительно отличался от Мексики, так это сильной опорой на краткосрочные иностранные средства, привлекаемые стабильностью бата и высокими процентными ставками, которые были намного выше, чем на евро-долларовом рынке (в 1996 г. спред между тайландскими и евро-долларовыми процентными ставками сроком на один месяц был около пяти процентных пунктов)⁹.

Экономический спад в Таиланде стал очевидным после 1995 г., когда в результате резкого снижения экспорта заметно ухудшилась деловая активность. Рост экспорта замедлился частично из-за крутого 21%-го удорожания реального курса бата (по корзине валют, включающей доллар США, иену и немецкую марку) в период с апреля 1995 г. по декабрь 1996 г. Это удорожание показало тесную связь бата со стремительно дорожающим долларом.

Экономический спад в Таиланде сопровождался резкой паузой в развитии сектора недвижимости. К концу 1996 г. процент пустующих офисов в Бангкоке превысил 20%. Аналогичный избыток предложения был характерен и для рынков жилого и коммерческого имущества. Подобная картина наблюдалась и в других РС АТР.

⁹ Ramon Moreno, "Lessons from Thailand". 1997, pp.1-4 (www.frbsf.org)

Таблица №.2: динамика оптовых и розничных цен (1995=100).

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Япония										
Оптовые	108.5	108.7	107.1	103.0	100.9	100.0	100.1	101.6	100.0	96.7
Розничные	93.4	96.5	98.2	99.4	100.1	100.0	100.1	101.8	102.5	102.2
Южная Корея										
Оптовые	74.6	81.9	86.5	90.8	96.3	100.0	104.2	108.6	116.7	117.7
Розничные	85.6	89.7	91.6	93.0	95.5	100.0	103.2	107.2	120.3	117.8
Сингапур										
Оптовые	114.5	109.8	105.0	100.4	100.0	100.0	100.1	99.0	96.0	98.0
Розничные	88.1	91.2	98.2	95.4	98.3	100.0	101.4	103.4	103.1	103.2
Гонконг										
Оптовые	89.9	93.0	94.7	95.3	97.3	100.0	99.9	99.6	97.8	96.3
Розничные	64.3	71.8	78.5	84.3	91.7	100.0	106.3	112.5	115.7	111.1
Тайвань										
Оптовые	83.7	86.6	90.3	92.9	96.6	100.0	103.0	103.9	105.6	105.8
Розничные	92.1	92.2	88.8	91.1	93.1	100.0	99.0	98.5	99.1	94.6
Индонезия										
Оптовые	74.3	78.1	82.1	85.2	89.8	100.0	107.9	117.5	237.2	—
Розничные	65.3	71.4	76.8	84.2	91.4	100.0	108.0	115.2	181.7	218.9
Малайзия										
Оптовые	86.6	90.2	91.1	92.5	96.1	100.0	102.3	—	116.3	—
Розничные	80.9	84.4	88.4	91.6	95.0	100.0	103.5	106.2	111.8	114.9
Филиппины										
Оптовые	76.3	86.6	90.5	89.5	96.8	100.0	108.9	109.5	122.2	129.3
Розничные	62.1	73.6	79.9	85.4	92.6	100.0	109.0	115.5	126.7	135.2
Таиланд										
Оптовые	83.4	89.1	89.3	88.9	92.4	100.0	104.7	108.8	123.8	115.8
Розничные	79.1	83.6	87.1	90.0	94.5	100.0	105.8	111.8	120.8	121.1
Китай										
Розничные	100.0	105.6	116.5	143.2	193.4	237.6	262.7	271.9	269.2	264.5

Источник: IMF International Financial Statistics Yearbook 2000; Key Indicators of Developing Asian and Pacific Countries. Asian Development Bank 2000. (www.adb.org)

За последние годы в Индонезии, Малайзии, Таиланде рост капиталовложений произошел, главным образом, в непроизводственных или защищенных секторах экономики, таких как недвижимость или нефтехимия, которые приносили низкие доходы. Так, в 1996 г. избыток нефтехимической продукции привел к снижению цен на 36%, нанеся удар по азиатским производителям.¹⁰ В Южной Корее рост капиталовложений наблюдался в секторах с избыточными мощностями (производство полупроводников и стали, кораблестроение и автомобилестроение), которые также были низкодоходными или даже убыточными. Например, в период 1992-1996 гг. в Таиланде, условно-чистая продукция строитель-

ства и сектора недвижимости росла темпами, в реальном выражении превышающими 11% в год. В течение этого периода процент пустующих офисов в этой стране постоянно рос, составив в 1997 г. около 15%. В Индонезии темпы роста в сфере строительства и недвижимости составили за тот же период 13% в год, тогда как в Малайзии в 1993-1997 гг. годовой рост в сфере строительства составлял в среднем более 14%.¹¹

Существенное давление на финансовый сектор, наряду с избыточными (неиспользуемыми) мощностями в сфере производства и услуг, оказала слабость рынка недвижимости. Драматическим началом последующих финансовых проблем стал крах бангкокского банка торговли ("Бангкок бэнк оф коммерс"), который погряз в долгах (\$3 млрд.) и в мае 1996 г. был взят под контроль и управление правительством Таиланда.

Признаки нарастания проблем в кредитно-финансовой сфере Таиланда стали заметны уже в 1996 г., когда впервые за 90-е годы темпы прироста ВВП упали до 5,5%. Основой замедления экономического роста стало сокращение экспорта, составлявшего примерно треть ВВП. Рост фонда заработной платы, наряду с увеличением реальной стоимости бата, в середине 90-х гг. значительно снизил конкурентоспособность тайландских товаров. В результате сокращения экспорта в 1997 г. объем ВВП впервые сократился на -0,4%.

Высокие темпы роста ВВП в первой половине 90-х гг. усилили инфляционное давление на экономику, о чем свидетельствует увеличение розничных цен, начиная с 1994 г. (в 1994-1997 гг. рост розничных цен составлял в среднем 6,1%, по сравнению с 4,4% в 1991-1993 гг.). Для сдерживания инфляционного давления правительство Таиланда проводило политику высоких процентных ставок. В таких условиях

¹⁰ "Экономика Азии: время приостановиться". КОМПАС №.9 (ИТАР-ТАСС 27.02.1997), с.43.

таиландские компании для финансирования инвестиций и импорта прибегали к массированным заимствованиям за границей. Между тем, импорт инвестиционных товаров раздувал торговый дефицит, который в 1994-1996 гг. вырос почти на 90%.¹² В 1997 г. в результате девальвации бата (и, следственно, повышения конкурентоспособности экспорта) торговый дефицит перерос в торговый профицит, составивший 0,1% ВВП.

В 1996 г. пассив баланса текущих операций (БТО) вырос до -8,1% ВВП (в среднем -7,7% ВВП за период 1991-1996 гг.). Это – худший результат в АСЕАН-4 и НИС-4. Однако в 1997 г. вследствие быстрого спада деловой активности и сокращения импортных закупок удалось существенно сократить дефицит БТО до 1,9% ВВП.

Устойчивый рост экономики и мнимая прочность политического режима в Индонезии в 90-х гг. способствовали притоку иностранного капитала в экономику. Однако, несмотря на признаки замедления темпов инфляции, возникла опасность перегрева экономики. Перегрев экономики вызвал резкий скачок импорта в 1995 г., однако уже в 1996 г. рост импорта существенно замедлился.

В начале и середине прошедшей декады темпы роста ВВП в Малайзии, как и в Таиланде, превышали 8%. Замедление экономического роста произошло в 1996-1997 гг. Немаловажную роль в этом сыграло падение потребительских расходов, что дало возможность снизить темпы инфляции. Рост сбережений в 1996 г. вызвал увеличение доли внутренних источников финансирования капиталовложений с 80% (в 1995 г.) до почти 90%, что позволило в том же 1996 г. сократить более чем в два раза (относительно ВВП) дефицит БТО.

В условиях бурного экономического роста в Малайзии довольно сильно ощущался дефицит рабочей силы, особенно квалифицированной

¹¹ IMF World Economic Outlook 1998, Part III. Washington D.C. p.86.

в отраслях обрабатывающей промышленности и сфере услуг. Дефицит рабочей силы вызвал резкое повышение оплаты труда, что в свою очередь создало угрозу снижения конкурентоспособности малазийского экспорта, а также повышения инфляционного давления на экономику. До этого в первой половине 90-х гг. негативное давление роста оплаты труда компенсировалось опережающим ростом его производительности. Однако уже в 1996 г. рост заработной платы более чем в полтора раза опережал рост производительности труда.

Перепроизводство в строительном секторе, приведшее к перенасыщению рынков офисной и жилищной недвижимости, стало причиной существенного падения цен на рынке недвижимости во второй половине 1997 – начале 1998 гг. (см. таблицу №.4). В 1996 г. правительство Малайзии, опасаясь “перегрева” экономики, ужесточило кредитно-денежную политику, повысило ставку рефинансирования и ограничило бюджетные расходы.¹³

В первой половине 90-х гг. темпы экономического роста на Филиппинах, начиная с отрицательных значений, медленно, но устойчиво возрастали, и уже к 1994 г. превысили 4%. В основе экономического подъема, который стал отчетливо проявляться в 1994 г., лежал приток иностранного капитала, а также высокая инвестиционная активность частного сектора благодаря низкому уровню процентных ставок (в 1990-1994 гг. этот уровень снизился наполовину и составлял не выше 12%). Снижению процентных ставок способствовали сравнительно низкие темпы инфляции (в 1990-1994 гг. падение в два раза с 18,7% до 9,1% (см. таблицу №.3)).

По мнению экспертов, рост экономики должен был продолжиться и в 1997-1998 гг. Однако на этот период пришелся региональный ва-

¹² В. Амиров, “Страны АСЕАН в центре финансового кризиса” 1998, с.139. «МЭ и МО».

лютно-финансовый кризис, который не мог не повлиять на рост экономики этой страны.

Рост экспорта был более динамичным по сравнению с ростом ВВП. В 1996 г. Филиппины по темпам роста экспорта вышли на первое место в регионе – примерно 18% (в текущих ценах), при этом $\frac{4}{5}$ вывоза приходилось на отрасли обрабатывающей промышленности. Однако рост производства привел к увеличению не только экспорта, но и импорта, причем более высокими темпами, чем экспорта (вследствие резкого увеличения ввоза высокотехнологичного оборудования и минерального топлива). Единственное, что сдерживало в этот период рост дефицита БТО (на уровне 4-4,5% ВВП), так это продолжающийся приток иностранного капитала. Государственный бюджет на Филиппинах в 1994 и 1995 гг. имел небольшой профицит (см. таблицу №.8) в основном за счет доходов от приватизации. Напротив, четырехкратное сокращение этих доходов в 1996 г. привело к сокращению профицита примерно на 800 млн. песо (чуть выше \$30 млн.). Накануне кризиса 1997-1998 гг. филиппинское правительство продолжало политику ограничения государственных расходов, чтобы сохранить бюджетный профицит хотя бы на уровне около 0,2% ВВП и тем самым укрепить доверие зарубежных инвесторов.

В 1996 г. вследствие большой доли заемных средств (особенно у банков), зависимость Филиппин от перемен в “атмосфере” рынка сильно возросла. В начале 1997 г. резкий спад на фондовом рынке и сокращение притока международного капитала вызвало давление на песо, спад производства и ослабление фискальных позиций. В качестве ответных мер, чтобы защитить привязку песо к доллару, существующую с конца

¹³ В. Амиров, “Страны АСЕАН в центре финансового кризиса”, 1998, с.143. «МЭ и МО».

1995 г., власти ужесточили кредитно-денежную политику и провели ряд валютных интервенций.¹⁴

Данные о темпах инфляции в странах ВА и ЮВА за период 1990-1997 гг., содержащиеся в таблице №.3, показывают, что во всех странах инфляция на протяжении 1990-1997 гг. была относительно низкой. Исключениями были Филиппины, где темпы инфляции в 1991 г. составляли 19%, Гонконг – 11% в 1991 г. и Китай, где инфляция в 1993-1995 гг. была в среднем 18% в год.

Таблица №.3: темпы инфляции.

<i>СТРАНЫ</i>	<i>1991</i>	<i>1992</i>	<i>1993</i>	<i>1994</i>	<i>1995</i>	<i>1996</i>	<i>1997</i>	<i>1998</i>
Япония	3.3	1.7	1.2	0.7	-0.1	0.1	1.7	0.6
Южная Корея	9.30	6.22	4.82	4.24	4.41	4.96	4.45	7.5
Сингапур	3.40	2.32	2.27	3.05	1.79	1.32	2.00	-0.3
Гонконг	11.60	9.32	8.52	8.16	8.59	6.30	5.83	2.6
Тайвань	3.63	4.50	2.87	4.09	3.75	3.01	0.90	1.7
Индонезия	9.40	7.59	9.60	12.56	8.95	6.64	11.62	58.4
Малайзия	4.40	4.69	3.57	371	5.28	4.56	2.66	5.3
Филиппины	18.70	8.93	7.58	9.06	8.11	8.41	5.01	9.0
Таиланд	5.70	4.07	3.36	5.19	5.69	5.85	5.61	8.1
Китай	3.50	6.30	14.60	24.20	16.90	8.30	2.80	-0.8

Источники: Corsetti et al. 1998 NBER WP №.w6833 (tables);
J.P. Morgan. Asian financial markets. Singapoure, April 30, 1999. p.52.

Проблемы финансового и банковского секторов, переживаемые странами этого региона на протяжении 90-х гг., заронили сомнения по поводу их способности сохранять низкие темпы инфляции в ближайшем будущем, так как последствия выхода банковского сектора из экономических трудностей могли способствовать использованию “печатного станка”.¹⁵

В Южной Корее большинство инвестиционных проектов, осуществляющихся “чеболь”, сконцентрировались в производственном секторе. Однако, в других странах ВА и ЮВА проблемы перенакопления и перепроизводства, напротив, сконцентрировались в непромышленной

¹⁴ IMF SURVEY, May 25, 1998. Washington, p.167.

¹⁵ Corsetti, et al. “What caused the Asian currency and financial crisis?” 1998 NBER WP №.w6833, p.18

сфере. Низкую доходность этих инвестиционных проектов можно оценить, по данным об арендной плате и доле пустующих помещений в центральных деловых районах. Из таблицы №.4 видно, что на начало кризиса выручка от сдачи в аренду офисных помещений уже была низкой. В середине 1997 г. арендная выручка в Гонконге и Сингапуре была не выше 3.5% и 3.9%, соответственно.

Таблица №.4: доля несданных офисов в основных бизнес-центрах.

Бизнес-центр	% пустующих (несданных) офисов		Доход от аренды
	1997 г.	1998 – 99 гг.*	Июнь 1997 г.
Сеул	–	–	9.50%
Джакарта	10.0%	20.0%	7.20%
Куала-Лумпур	3.0%	20.0%	5.80%
Манила	1.0%	3.0%	9.30%
Сингапур	8.0%	12.0%	3.90%
Бангкок	15.0%	20.0%	6.80%
Гонконг	6.0%	10.0%	3.50%
Шанхай	30.0%	40.0%	8.00%
Тайбей	–	–	4.80%

Источник: Corsetti et al. 1998 NBER WP №.w6833 (tables);

* – прогноз.

Доказательством чрезмерных спекулятивных капиталовложений в недвижимость и земельную собственность служат данные по курсам акций на фондовых рынках, которые в период 1990-1996 гг. в частном секторе росли быстрее, чем в других секторах. Аналогично этому, когда в 1997 г. местные фондовые рынки потерпели крах, спад был намного круче для частного сектора, чем для фондового рынка в целом.

В некоторых странах курсы акций достигли предела еще до 1996 г., а фондовые рынки стали рушиться еще до июля 1997 г.¹⁶

В таблице №.5 отражены общие фондовые индексы в национальных валютах и фондовые индексы для частного сектора недвижимости.

Таблица №.5: индексы курсов акций.

СТРАНА	Частный сектор	Все секторы
--------	----------------	-------------

¹⁶ Corsetti, et al. "What caused the Asian currency and financial crisis?" 1998 NBER WP №.w6833, p.15

	1990-93	1994-97	1990-97	1990-93	1994-97	1990-97
Южная Корея	—	—	—	712.50	734.00	723.25
Сингапур	325.25	541.75	433.50	1648.25	2062.50	1855.375
Гонконг	677.75	1138.75	908.25	6180.25	10609.25	8394.75
Тайвань	81.50	69.50	75.50	4599.25	6847.25	5723.25
Индонезия	133.00	108.75	120.75	381.50	505.00	443.25
Малайзия	180.25	199.25	189.75	744.75	949.25	847.00
Филиппины	46.50	86.25	66.375	1563.50	2604.50	2084.00
Таиланд	175.00	132.50	153.75	974.50	960.75	967.625

Источник: Corsetti et al. 1998 NBER WP №.w6833 (tables);

В период 1990-1993 гг. фондовый рынок Таиланда вырос на 175% (395% для частного сектора), однако, потом потерял 51% (73% для частного сектора) от своей стоимости. В период 1990-1996 гг. в Малайзии курсы акций выросли на 145% (160% для частного сектора). Фондовый рынок на Филиппинах за тот же период вырос на 386% (271% для частного сектора). В Гонконге курсы акций повысились на 344% (423% для частного сектора), тогда как в Сингапуре и Тайване они выросли лишь на 92% (181% для частного сектора) и 53% (-9.8% для гостиничного бизнеса), соответственно. В Индонезии этот рынок вырос на 53% за период 1990-1996 гг., когда наблюдались сильные колебания курсов акций в этой стране. В Южной Корее курсы акций выросли на 47% в период 1990-1994 гг., однако к концу 1996 г. резко упали на 36%, поскольку спад деловой активности в 1995-1996 гг. повлек снижение доходности корпораций.

Данные о нормах сбережений и инвестиций в странах ВА и ЮВА приведены в таблице №.6:

Таблица №.6: нормы сбережений и инвестиций (в % к ВВП).

Страна	Нормы сбережений (S)			Нормы инвестиций (I)			Сальдо баланса накопления 1990-1997
	1990-1993	1994-1997	1990-1997	1990-1993	1994-1997	1990-1997	
Южная Корея	35.31	34.10	34.71	36.87	36.62	36.75	2.04
Сингапур	46.61	51.13	48.87	35.94	34.57	35.26	-13.61
Гонконг	34.77	31.76	33.27	27.67	33.56	30.62	-2.65
Тайвань	29.59	26.26	27.93	24.11	22.74	23.43	-4.50

Индонезия	31.23	28.16	29.70	34.25	31.35	32.80	3.10
Малайзия	27.52	36.40	31.96	34.96	42.08	38.52	0.56
Филиппины	17.77	18.90	18.34	22.43	23.79	23.11	4.77
Таиланд	33.79	33.25	33.52	40.96	39.65	40.31	6.79
Китай	38.54	40.67	39.60	37.29	39.34	38.32	-1.28

Источник: рассчитано на основании таблиц, Corsetti et al. 1998 NBER WP №.w6833 (tables);

Из приведенных выше данных видно, что высокие нормы сбережений, во многих случаях превышающие 30%, а то и 40% ВВП, были характерны для азиатских стран на всем протяжении 90-х гг. Наиболее низкие показатели зафиксированы на Филиппинах, где норма сбережений колебалась в диапазоне 17-20% ВВП; Индонезии, где эта норма после 1992 г. составляла в среднем 28% ВВП; Малайзии, где норма сбережений до 1993 г. была ниже 30%. Приведенные данные свидетельствуют о низких государственных расходах, а это, в свою очередь, указывает на то, что диспропорции БТО возникли не в результате высокого дефицита государственного сектора экономики. Из представленных в таблице №.7 данных можно сделать вывод о том, что фискальный баланс в большинстве стран сводился либо с положительным сальдо, либо с незначительным дефицитом (за исключением Японии). В первой половине 90-х гг. незначительный бюджетный дефицит наблюдался в Южной Корее, Малайзии, Филиппинах, Китае и Тайване. В 1994-1997 гг. из развивающихся стран лишь Китай и Тайвань продолжали сводить госбюджет с дефицитом в размере около 1% ВВП.

Таблица №.7: Бюджетное сальдо (в % к ВВП).

СТРАНЫ	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Япония	-	2.9	1.5	-1.6	-2.3	-3.6	-4.2	-3.4
Южная Корея	-0.68	-1.63	-0.50	0.64	0.32	0.30	0.46	0.25
Сингапур	10.53	8.58	12.35	15.67	11.93	13.07	14.10	9.52
Гонконг	-	3.2	2.5	2.3	1.3	-0.3	2.2	6.2
Тайвань	1.85	-2.18	-5.34	-3.88	-1.73	-1.09	-1.34	-1.68
Индонезия	0.43	0.45	-0.44	0.64	1.03	2.44	1.26	0.00
Малайзия	-3.10	-2.10	-0.89	0.23	2.44	0.89	0.76	2.52
Филиппины	-3.47	-2.10	-1.16	-1.46	1.04	0.57	0.28	0.06

Таиланд	4.59	4.79	2.90	2.13	1.89	2.94	0.97	-0.32
Китай	-0.79	-1.09	-0.97	-0.85	-1.22	-1.00	-0.82	-0.75

Источник: Corsetti et al. 1998 NBER WP №.w6833 (tables);
Япония и Гонконг – IMF Financial Statistics.

Годы, предшествующие финансовому кризису, стали периодом бурного роста банковского кредитования, приведшем к накоплению огромного количества "реально нефункционирующих" (необслуживаемых) кредитов и возможному коллапсу нескольких финансовых институтов.

В странах, наиболее пострадавших от валютного кризиса 1997-1998 гг. – АСЕАН-4 и Южной Корее, инвестиции финансировались большей частью банками. Доходы на вложенный капитал сокращались по мере ухудшения качества портфелей банковских активов. К середине 1996 г. в Таиланде "реально нефункционирующие" кредиты коммерческих банков достигли 8% от общей суммы кредитов, а доля "плохих" кредитов других финансовых институтов была еще выше. Для сравнения, в 1996 г. в США доля "плохих" кредитов равнялась 1% от общих кредитов, и максимально достигла 4% лишь во время банковского кризиса 80-х гг.¹⁷

Ожидалось, что к началу 1996 г. общая стоимость "зачистки" финансового сектора составит 15% от ВВП. Стенли Фишер (в то время первый заместитель директора-распорядителя МВФ) сказал, что на основе большинства неофициальных подсчетов стоимость реструктуризации финансового сектора к сентябрю 1998 г. составит 20-30% ВВП.¹⁸

Масштабы банковских кредитов частному сектору (см. таблицу №.8) указывают на то, что в 90-х гг. в большинстве стран ВА и ЮВА происходил кредитный бум.

¹⁷ IMF World Economic Outlook 1998, Part III. Washington D.C. pp.87-88.

¹⁸ Corsetti, et al. "What caused the Asian currency and financial crisis?" 1998 NBER WP №.w6833, p.17.

Таблица №.8: масштабы банковского кредитования частного сектора (в % к ВВП).

СТРАНА	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	Показатель кредитного бума*
Южная Корея	52.54	52.81	53.34	54.21	56.84	57.04	61.81	69.79	11%
Сингапур	82.20	83.34	85.06	84.14	84.21	90.75	95.96	100.29	17%
Гонконг	–	141.84	134.20	140.02	149.00	155.24	162.36	174.24	26%
Тайвань	100.41	108.99	126.43	137.23	146.89	149.49	146.05	146.23	–
Индонезия	49.67	50.32	49.45	48.90	51.88	53.48	55.42	69.23	10%
Малайзия	71.36	75.29	74.72	74.06	74.61	84.80	93.39	106.91	31%
Филиппины	19.17	17.76	20.44	26.37	29.06	37.52	48.98	56.53	151%
Таиланд	64.30	67.70	72.24	80.01	91.00	97.62	101.94	116.33	58%
Китай	85.51	87.87	86.17	95.49	87.12	85.83	91.65	101.07	7%

Источник: рассчитано на основании таблиц, Corsetti et al. 1998 NBER WP №.w6833 (tables); (*– показатель кредитного бума = темпы роста банковского кредитования в 1990-1996 гг. / масштабы банковского кредитования в % к ВВП).

Отношение кредитования частного сектора к ВВП показывает повышательную тенденцию во всех, приведенных в таблице странах.

Исходя из приведенных в таблице №.8 показателей: в период 1990-1996 гг. волна кредитного бума была наиболее высокой на Филиппинах (151%), в Таиланде (58%) и Малайзии (31%). Размах кредитного бума также был довольно значителен в Южной Корее, Сингапуре, Гонконге и Индонезии. В Китае кредитная активность была наименьшей – 7%. Для сравнения, кредитный бум (1990-1994 гг.) в Мексике, Аргентине и Бразилии составил 116%, 57% и 68%, соответственно.¹⁹ Таким образом, Филиппины, Таиланд и Малайзия были, пожалуй, наиболее активными участниками кредитного бума в первой половине 90-х гг., и они же стали первыми жертвами валютных спекуляций в 1997 г.

Одна из основных проблем, с которыми столкнулись страны ВА и ЮВА, заключалась в том, что многие ссуды, выданные как банковскими, так и небанковскими учреждениями, были низкого качества. Как показано в таблице №.9, до кризиса июля 1997 г. долю "реально нефункционирующих" кредитов в общем объеме кредитов можно оценить для Таиланда и Индонезии – по 13%, Кореи – 8%, Малайзии – 10%, Фи-

липпин и Китая – 14%, для Сингапура и Тайваня – 4% и для Гонконга – 3%.

Таблица №.9: доля "реально нефункционирующих" кредитов в 1996 г. (в % от общих выданных кредитов).

Южная Корея	8%	Индонезия	13%
Сингапур	4%	Малайзия	10%
Гонконг	3%	Таиланд	13%
Тайвань	4%	Филиппины	14%
Япония *	6%	Китай	14%

Источник: Corsetti et al. 1998 NBER WP №.w6833 (tables);

* – показатель за 1995 г.

После бурного развития в 80-х гг., в начале 90-х гг. японская экономика вступила в фазу длительной рецессии, оставив многие финансовые институты с безнадежными долгами. По некоторым оценкам, необслуживаемые кредиты составили в 1995 г. около 10% ВВП, или 6% всей суммы кредитов. Основной причиной образования безнадежных долгов стало падение цен на землю. В конце 1999 г. стоимость большинства земельных участков составляла лишь половину их прежней стоимости в конце 1991 г. Проблема значительно усложнилась вследствие роста безнадежных коммерческих долгов, связанного с длительным спадом экономической активности, а также падением фондового рынка (фондовый индекс "Никкей 225" понизился с 38,915 в конце 1989 г. до 15,000 летом 1992 г.), от которого пострадали фондовые портфели японских банков. Согласно официальным данным Минфина Японии, банки, финансовые институты и сельскохозяйственные кооперативы накопили безнадежных долгов на сумму 27,9 трлн. иен (\$232 млрд.), большинство из которых приходилось на недвижимость.²⁰ За последние годы по оценкам Минфина количество "плохих" долгов значительно снизилось. Между тем неофициальные оценки значительно, иногда даже в два раза,

¹⁹ Corsetti, et al. "What caused the Asian currency and financial crisis?" 1998 NBER WP №.w6833, p.26.

превышают оценки Минфина Японии. Впоследствии в Японии ликвидировали крупный региональный банк "Ханва" (конец 1996 г.), у которого накопилось \$700 млн. безнадежных займов; реструктурировали кредитный банк "Ниппон кредит", накопившего безнадежных займов на сумму \$10,7 млрд.,²¹ и закрыли на время валютно-финансового кризиса крупный коммерческий банк "Такушоку" (1997 г.).²²

В течение 1997 г. финансовый сектор Японии был окружен серией скандалов и банкротств, включая крах "Ямаичи Секьюритиз". В конце 1997 г. уровень безработицы составил 3,5% и стал самым высоким с 1953 г. В декабре 1997 г. премьер-министр Японии Рютаро Хасимото объявил о снижении налогооблагаемой базы на 30 трлн. иен (\$16 млрд.) и о пакете расходов (30 трлн. иен) на восстановление экономики. Большинство из этих средств планировали использовать для поддержания банковской системы.²³

²⁰ Hutchison M., "Early Warning Indicators of Banking Sector Distress". 1999, pp.1-5 (www.frbsf.org)

²¹ "Состояние банковского дела в Азии". КОМПАС №20. 1997, с.80.

²² Hutchison M., "Early Warning Indicators of Banking Sector Distress". №.99-28. 1999 (www.frbsf.org)

1.2 «Экономическая и валютно-финансовая политика в 90-х гг.»

Государственная политика сыграла огромную роль в развитии экономики ВА и ЮВА, особенно в мобилизации и распределении сбережений. Однако в некоторых случаях государственное вмешательство препятствовало развитию финансовых рынков, что, в конечном счете, приводило к неэффективному распределению инвестиционных и других ресурсов.

Азиатская финансовая система, на фоне благоприятного демографического и экономического развития, способствовала росту национальных сбережений и, до недавних лет, распределению финансовых ресурсов в высокодоходные инвестиционные проекты. Основную роль сыграли финансовые посредники, особенно на ранних этапах экономического развития; роль рынков акций и облигаций была менее значительна. В большинстве азиатских стран решающую роль в формировании финансового сектора сыграло государство, опираясь на механизм регулирования, государственные финансовые институты, а также на управление и поощрение участников финансового рынка. Обычно подобное вмешательство предполагает прямое или косвенное содействие посредничеству в финансовой сфере, особенно через банковскую систему. Однако в РС АТР не было ни одной полностью похожей друг на друга модели развития финансового сектора. Например, в Гонконге роль государства сузилась до пруденциального контроля и надзора, тогда как южнокорейское правительство активно участвовало в распределении “политического” кредита.

В нескольких странах ВА и ЮВА (особенно в тех, где были слабые финансовые институты), государственный сектор создавал, владел и

²³ “Issues and Controversies: Asia’s Economic Crises” 1998. (Electronic publications), p.9.

руководил кредитно-финансовыми институтами для привлечения и мобилизации сбережений. Эти институты включали почтово-сберегательные кассы (postal savings system), банки развития и государственные коммерческие банки. В НИС-4 почтово-сберегательные счета использовались для привлечения вкладов населения и рассматривались как удобный и гарантированный способ сбережений через широкую сеть почтовых отделений. В этих странах, как и в Индонезии и Таиланде, банки развития обеспечивали долгосрочными кредитами приоритетные отрасли промышленности, малые фирмы, сельское хозяйство, жилищное строительство и бедных заемщиков. В 1960 – начале 1980-х гг. все южнокорейские коммерческие банки принадлежали государству и находились под его управлением, тогда как на Тайване крупнейшие коммерческие банки принадлежали государству и в 90-х гг. В большинстве остальных стран ВА и ЮВА государство и сейчас владеет несколькими коммерческими банками (см. таблицу №.10). Более того, в большинстве из рассматриваемых стран, за исключением Гонконга, Сингапура, а потом и Индонезии, государство, ограничивая лицензирование новых фирм, защищало финансовые институты как от внутренней, так и от внешней конкуренции. Азиатские правительства руководили финансовым сектором посредством налоговых льгот и субсидий, а также нормирования доступа к ограниченным кредитным ресурсам и иностранной валюте. Так, в южнокорейских и тайваньских семьях стимулировались сбережения на почтово-сберегательных счетах путем освобождения процентных доходов от налога. В Южной Корее, в особенности, фирмам, хорошо показавшим себя на экспортных рынках, предоставлялся легкий доступ к кредиту и иностранной валюте.²⁴

²⁴ IMF World Economic Outlook 1998, Part III. Washington D.C. p.91.

Таблица №.10: структура финансовых систем * НИС-4 и АСЕАН-4.

	Корея	Гонконг	Сингапур	Тайвань	Индонезия	Малайзия	Филиппины	Таиланд
Количество институтов:								
Государственные банки	6	0	0	8	7	1	5	2
Региональные банки или банки развития	3	0	0	4	27	1	3	5
Частные коммерческие банки	76	182	143	87	205	34	25	29
<i>Национальные</i>	24	31	12	22	164	21	21	15
<i>Иностранные или совместные</i>	52	151	131	65	41	13	4	14
<i>Торговые или специализированные банки</i>	...	62	79	8	...	12	...	0
Другие сберегательные и финансовые институты **	>1000	124	182	>400	>500	168	>1000	>1000
Система сбережений на почтово-сберегательных счетах	1	—	1	1	0	1	0	0
Страховые компании ***	60	223	144	53	145	67	144	12
Доля в совокупных активах: ****								
Государственные банки	12.0	...	...	33.1	36.9	...	12.9	3.4
Региональные банки или банки развития	8.9	...	...	9.5	2.2	0.6	3.1	9.2
Частные коммерческие банки	33.1	89.3	75.4	13.6	46.6	59.0	50.4	64.6
<i>Национальные</i>	29.6	...	...	10.7	39.1	...	43.5	62.6
<i>Иностранные или совместные</i>	3.5	...	...	2.9	7.5	...	6.8	2.0
<i>Торговые или специализированные банки</i>	...	4.5	16.02	7.3	...	5.4	...	...
Другие сберегательные и финансовые институты **	37.9	2.7	...	20.4	9.4	29.5	14.1	21.0
Система сбережений на почтово-сберегательных счетах	0.8	...	...	11.7	...	0.9	...	...
Страховые компании ***	7.5	3.5	8.6	4.4	4.9	4.5	19.5	1.8

Источник: IMF World Economic Outlook 1998, p.92. (Washington D.C.)

* – Структуры финансовых систем соответствуют следующим годам: Гонконг – 1996 г.; Индонезия – 1996 г. (доля активов для других финансовых и страховых компаний – 1991 г.); Южная Корея – данные о количестве финансовых институтов за 1994 г., а данные о долях активов за 1993 г.; Малайзия – 1997 г.; Филиппины – 1991 г.; Сингапур – 1996 г.; Тайвань – 1996 г. для данных о количестве институтов и 1990 г. для данных о долях активов; и Таиланд – 1997 г. для данных о количестве институтов и 1992 г. для данных о долях активов.

** – Данная категория включает (национальные или иностранные) сельские и сберегательные банки; кредитные союзы и кооперативы; другие сберегательные и принимающие вклады институты; инвестиционные, лизинговые и финансовые компании. Не включает: паевые трасты, взаимные фонды, а также дилеров и брокеров по операциям с ценными бумагами.

*** – включает государственные, национальные частные, иностранные и оффшорные страховые компании.

**** – из-за округления эта категория может не составить 100%. Не включает активы системы сбережений на почтово-сберегательных счетах и других сберегательных и финансовых институтов для Сингапура.

Официальные требования к национальным банкам Индонезии были согласованы с рекомендациями Базельского Комитета, однако их соответствие и исполнение остались на низком уровне. Согласно центральной банковской статистике: в апреле 1996 г. из 240 банков, 15 не выполнили требуемое 8%-е соотношение капитал / активы; 41 банк не выполнил установленное законом ограничение расходов, и 12 из 17 бан-

ков, осуществляющих операции с инвалютой, не выполняли правило чистого остатка по суточному объему валютных операций (net overnight position).²⁵

В 80-х гг. в банковской системе этой страны доминировали государственные банки, на долю которых приходилось около 80-90% всего банковского кредита. В 90-х гг., после серии реформ 1988-1989 гг., частный банковский сектор стал быстро расти и уже к 1994 г. перегнал государственный сектор. Коммерческие банки аккумулировали почти $\frac{2}{3}$ частных финансовых ресурсов, тогда как на долю фондовых рынков приходилось лишь $\frac{1}{3}$. Быстрый рост такой дерегулированной системы наряду с борьбой за рынок породили систему, состоящую из огромного количества мелких недокапитализированных банков, которые были особенно уязвимы перед неудачно выбранным или недобросовестным объектом кредитования. Наиболее показательным примером неудачного кредитования является случай с государственным банком "Бэпиндо", который накопил большой портфель безнадежных долгов, и, несмотря на это, ссудил \$420 млн. теневому бизнесмену, который скрылся вскоре после тюремного заключения вместе с другими официальными лицами этого банка, обвиненными в коррупции. В ноябре 1995 г. в "Липпо бэнк" произошло массовое изъятие вкладов, после поступившей информации о том, что этот банк скрывал кредиты, выделяемые дочерним компаниям, входящим в "Липпо груп", которые осуществляли крупные спекулятивные сделки с недвижимостью. Группа частных банков спасла этот банк, обеспечив его краткосрочными ликвидными средствами.²⁶

Приоритетный курс действий индонезийского правительства заключался не в закрытии больных банков, а в потворстве слияниям и другим формам поддержки (банк "Самма", ликвидированный в 1992 г.,

²⁵ Corsetti, et al. "What caused the Asian currency and financial crisis?" 1998 NBER WP №.w6833, pp.28-29.

– единственный банк, когда-либо закрывшийся в Индонезии до кризиса 1997 г.). Например, в апреле 1996 г. банку "Негара Индонезия" рекомендовали "поднять на ноги" два больных банка, тесно связанных с семьей президента Сухарто, – "Бэнк Яма", принадлежавший старшей дочери президента, и "Бэнк пасифик", управляемый дочерью основателя государственной нефтяной монополии Пертамина. Мелкие недокапитализированные банки, рассчитывавшие на такую государственную поддержку, были настроены в основном на более рискованные проекты. В государственных банках качество активов было еще хуже, чем в частных банках, поскольку госбанки были твердо уверены в правительственной поддержке (в 1994 г. Минфин Индонезии объявил, что не позволит ни одному государственному банку не выполнить своих обязательств). В конце 1995 г. государственные банки имели в среднем около 17% "плохих" долгов, а частный банковский сектор только – 5%.

До 1995 г. банковские проблемы в Малайзии не были столь серьезными как в Индонезии, однако, существует свидетельство чрезмерного кредитования высоко-рискованных проектов, число которых в 1996 - начале 1997 гг. значительно возросло. Банк "Негара" постоянно настаивал на консолидации банковского сектора, сознавая, что в Малайзии слишком много мелких банков, чтобы конкурировать на международной арене. В 1995-1996 гг., вследствие экономического роста и списания некоторых долгов, отношение необслуживаемых кредитов к общей сумме выданных кредитов понизилось с 5,5% до 3,9%. Однако в 1995-1996 гг. кредиты банков выросли на 27,6% с резким переходом кредитования с производственного сектора на покупку акций: доля кредитования производственного сектора снизилась с 30,7% до 14% , а доля кредитов на покупку акций возросла с 4% до 20,1%.

²⁶ Там же, р.29.

К 1996 г. доля частного сектора в кредитах банков достигла 42,6%. В итоге, чтобы притормозить рост кредитов, идущих в основном на покупку акций и спекуляцию с недвижимостью, вмешался центральный банк. Однако его вмешательство оказалось запоздалым и незначительным. Фактически, потолок по ссудам для имущественного сектора и для инвестиций на фондовых рынках был объявлен только в марте 1997 г.²⁷

Правительство Филиппин проводило политику в отношении банковского сектора с большей осторожностью. Например, объем обязательных резервов, которые коммерческие банки должны были держать в Центральном банке, в январе 1997 г. был снижен всего на два пункта – с 15 до 13% их кредитных активов, тогда как в Индонезии и Таиланде эта норма составляла соответственно 5 и 7%.²⁸ К тому же примерно 40% банковских ссуд филиппинских банков должны были распределяться в сельское хозяйство и малый бизнес.

В 90-х гг. кредитная система Южной Кореи находилась в кризисном состоянии из-за непомерного кредитования крупных торговых конгломератов, которые обанкротились еще до кризиса 1997-1998 гг. Стоит напомнить, что в некоторых случаях частные банки в этой стране эффективно контролировались "чеболь" и предоставляли им привилегированный доступ к кредитам, обостряя проблему риска.

В азиатских странах предназначение финансовых репрессий, работающих, главным образом, в пользу частного сектора (особенно корпоративных заемщиков), в корне отличалось от других развивающихся стран, где финансовые репрессии направлены были на снижение стоимости обслуживания государственного долга. Контроль над движением международного капитала, дополняющий систему финансовых репрессий, играл важную роль в азиатских странах еще и потому, что, при его

²⁷ Corsetti, et al. "What caused the Asian currency and financial crisis?" 1998 NBER WP №.w6833, p.30.

отсутствии, деньги населения, возможно, утекли бы за границу, так как международные ставки по депозитам значительно превышали местные. Временами власти стран ВА и ЮВА ограничивали кредитование банками потребительских расходов, недвижимости и инвестиций в ценные бумаги. Кредитные ограничения в отношении потребительских расходов заставляли население сберегать деньги, тогда как ограничения на кредитование рынка недвижимости и инвестиций на фондовых рынках препятствовали спекулятивным займам.²⁹

С середины 80-х гг. власти азиатских стран приступили к либерализации финансового сектора. Либерализация включала проведение внутренних реформ, а также смягчение контроля над обращением валюты и капитала. Однако либерализация и реформы финансового рынка проводились в основном непоследовательно: либерализация часто проводилась *ad hoc*, по мере возникновения проблем; бухгалтерский учет не был приведен в соответствие с мировыми стандартами, а контроль и мониторинг не были усилены. В Южной Корее, например, либерализацию проводили постепенно и выборочно, руководствуясь, главным образом, состоянием БТО. Когда БТО ухудшался (например, в начале 80-х гг.), правительство ограничивало внешние инвестиции резидентов и ослабляло ограничения на приток капитала. Когда БТО стал сводиться к профициту (в конце 80-х гг.), правительство сняло все ограничения на отток ПИИ менее \$1 млн., но ограничило иностранные коммерческие кредиты для частных фирм-резидентов. Когда в начале 90-х гг. БТО снова ухудшился, курс на либерализацию капитала был продолжен, что выразилось в приватизации банков, частичном дерегулировании процентных ставок, сужении масштабов политического кредитования и стимулировании развития рынков акций. Однако в ходе либерализации

²⁸ В. Амиров, "Страны АСЕАН в центре финансового кризиса", "МЭ и МО" 1998, стр.145.

своевременно улучшить регулирующие и надзорные системы южнокорейскому правительству не удалось. Поэтому задолженность осталась на высоком уровне и, более того, по мере ослабления контроля над движением капитала, внешний долг рос (в основном у местных коммерческих банков).

Подобные же проблемы в ходе либерализации финансового сектора возникли в Индонезии, Таиланде и, в меньшей мере, Малайзии.³⁰

Финансовая либерализация резко ограничила возможности для проведения жесткой кредитно-денежной политики азиатских стран.

Обширная либерализация рынков ссудного капитала проводилась вместе с политикой обеспечения корпоративного сектора и финансовых институтов крупными пакетами дешевых финансовых средств. Эта же политика побудила уменьшить эластичность курса национальных валют по отношению к доллару, снизив, таким образом, премию за риск по долгам, номинированным в долларах.

Основным инструментом успешного развития экономики стран ВА и ЮВА стала экспортная ориентация. Практически все развивающиеся страны (кроме Гонконга), пройдя начальную фазу замещения импорта, стали усиленно развивать экспорт, продолжая, однако, защищать свою промышленность от импортной конкуренции. Политика импортозамещения проводилась в Тайване до 1958 г., Южной Корее до 1960 г., Сингапуре до 1967 г., Малайзии до 1970 г. и Таиланде до 1980 г. Китай и Филиппины стали также развивать экспорт в последние годы. При этом экспорт и импорт всех перечисленных стран рос быстрее, чем производство, так что их доля в мировой торговле за последние годы значительно обогнала их долю в мировом производстве. Власти в этих странах рассматривали экспорт как главный инструмент развития по не-

²⁹ IMF World Economic Outlook 1996, October, Box 5: "Financial Repression", Washington D.C. p.73.

скольким причинам. Во-первых, экспорт обеспечивал спрос, необходимый для поддержания экономического роста. На начальной стадии развития большинство из этих стран имели относительно малую емкость внутреннего рынка, вследствие малой численности населения или (и) низкого уровня подушевого дохода. Поэтому быстрый экономический рост требовал выхода на внешние рынки. Во-вторых, стимулировался рост эффективности, так как фирмам приходилось конкурировать на мировом рынке. Это было особенно важно, потому что азиатские власти, для того, чтобы увеличивать корпоративные доходы и сбережения, часто мешали развитию внутренней конкуренции и защищали молодые отрасли от иностранной конкуренции, особенно в обрабатывающей промышленности. Более того, в ходе экспорториентированного развития, власти стимулировали ввоз технологий путем лицензирования наукоемких и высокотехнологичных товаров (например, в Южной Корее) и приток ПИИ в экспорториентированные отрасли промышленности (в Индонезии и Таиланде) или ускоряли ввоз инвестиционных товаров при помощи налоговой и тарифной политики. В-третьих, усилилась необходимость поддерживать макроэкономическую стабильность. С одной стороны, власти, для расширения экспорта, стремились поддерживать конкурентные валютные курсы. Поэтому, для предотвращения роста реальной стоимости валют и нестабильности валютных курсов важно было сохранять фискальную и денежную стабильность. С другой стороны, рост экспорта помог разрешить конфликт между быстрым экономическим ростом и ограниченностью внешнего финансирования, а также избежать большого дефицита БТО.

Власти большинства рассматриваемых стран финансировали экспортеров, субсидировали развитие экспортной инфраструктуры, помо-

³⁰ IMF World Economic Outlook 1998, Chapter III. Washington D.C., p. 95.

гали создавать международные торговые компании и (особенно в странах ЮВА) стимулировали приток ПИИ в экспорториентированные отрасли обрабатывающей промышленности.³¹

До недавнего времени страны ВА и ЮВА поддерживали макроэкономическую стабильность на относительно высоком уровне. Дефициты БТО и бюджетные дефициты были в полтора раза меньше, чем в других развивающихся странах, а темпы инфляция не выходили за критические пределы.

За прошедшие два десятилетия практически все страны ВА и ЮВА в той или иной мере пострадали от проблем банковского сектора (см. таблицу №.11). В Гонконге в 1982-1986 гг., Индонезии в 1992-1996 гг., Малайзии в 1985-1988 гг., на Филиппинах в середине 80-х гг. и на Тайване в 1983-1987 гг. Так, в Малайзии закрытие ряда банков привело к бегству капитала. В других случаях, например, в Южной Корее в середине 80-х гг. и Сингапуре в 1982 г. – банки не потерпели крах, но возросла доля "реально нефункционирующих" кредитов.

Спад банковской активности в этих странах был вызван как внутренними, так и внешними причинами – ростом международных процентных ставок (в ряде стран в начале 80-х гг.), падением экспортного спроса (в Южной Корее) или ухудшением условий торговли (в Малайзии и Филиппинах), слабостью мер регулирования (во всех странах), спекулятивными займами (для операций с недвижимостью в Гонконге, Малайзии и Таиланде и с ценными бумагами в Малайзии и для валютного арбитража в Таиланде и на Тайване) и кредитованием на некоммерческой основе, в основном клиентов связанных с руководством банков или правительством (в Индонезии, Филиппинах и Таиланде).

³¹ IMF World Economic Outlook 1998, Chapter III. Washington D.C. p. 98.

Таблица №.11: АСЕАН-4 и НИС-4: проблемы банковского сектора.

		Опыт преодоления кризиса в финансовом секторе	Государственные меры
Южная Корея	Сер.80-х	доля необслуживаемых кредитов депозитных банков достигла 7% от общих активов.	
Гонконг	1982-1983	Девять из депозитных учреждений потерпели неудачу.	Власти частично переделали контрольно-ревизионную систему для финансовых институтов.
	1983-1986	Семь банков и других финансовых институтов обанкротились или были поглощены, взяты под контроль государством или ликвидированы.	Власти ввели новое управление в нескольких институтах и обеспечили кредит для других.
Сингапур	1982	Необслуживаемые кредиты коммерческих банков достигли почти 1% от ВВП.	Правительство снизило на два года налоговые ставки для полного списания понесенных убытков.
Тайвань	1983-1984, 1995	Четыре трастовых компаний и 11 кооперативов потерпели крах. Потерпел крах кредитный кооператив, вызвав изъятие капиталов из других кредитных союзов.	Более здоровые банки купили или взяли на себя управление более слабыми банками.
Индонезия	1992-1996	Крупный частный банк потерпел крах, вызвав изъятие вкладов из других банков. Необслуживаемые кредиты достигли 25% от общих кредитов.	Правительство рекапитализировало пять государственных банков, затратив на это около 2% ВВП. Один банк ликвидировали.
Малайзия	1985-1988	Необслуживаемые кредиты достигли более 30% от общих кредитов. Случайные изъятия капиталов из финансовых институтов. Несколько финансовых компаний потерпели крах или объединились. В общем, власти вмешались в дела 3-х банков, 4-х финансовых домов, 14-ти страховых компаний и 24-х других депозитных учреждений.	По представленным данным потери составили около 5% ВВП. Акционеров нескольких институтов потребовали влить новый капитал, с дополнительными выплатами из ЦБ. Некоторым банкам предоставили дешевые ссуды. Усилили контрольные и надзорные структуры. Для восстановления ликвидности банковской системы был основан вторичный рынок закладных.
Филиппины	1981-1987	Банки, составляющие почти 2% общих активов, потерпели крах в 1981 г. В середине 80-х гг. 3 частных банка, 128 сельских банков и 32 депозитных учреждений также постигла неудача. Необслуживаемые кредиты достигали почти 20% от общих кредитов.	ЦБ обеспечил проблемные институты ликвидностью в размере 3% ВВП. Закрылось несколько неплатежеспособных институтов. Потери вкладчиков составили более 5% от общих вкладов. Правительство приняло руководство несколькими банками и основало агентство по работе с реально нефункционирующими кредитами.
Таиланд	1983-1987	Уход капиталов из финансовых институтов вызвал крах 20 финансовых компаний. Ущерб составил более 25% активов финансовой системы.	Правительство поддержало более 50 банков и компаний: 25 из них закрылись, а 9 объединились; 20 других институтов получили государственные субсидии. Общие затраты правительства составили около 1% ВВП. Вкладчики финансовых компаний понесли 50%-е убытки.

Источник: IMF World Economic Outlook 1998, Chapter III., p. 96. (Washington D.C.)

В странах ВА и ЮВА, где фондовые рынки относительно развиты, посредничество ограничивалось большей частью банковской системой, т.е. банки были активными участниками финансового рынка. Это означает, что приток капиталов, финансирующий дефицит БТО, осуществлялся в основном при посредничестве местных банков. Для азиатских национальных коммерческих банков при сложившейся дифференциации процентных ставок было выгодно занимать у международных кредитно-финансовых организаций, а затем выдавать ссуды местным компаниям. Поэтому, когда кредитуемые компании испытывали финансовые затруднения, банки сталкивались с реально нефункционирующими внутренними активами и краткосрочными внешними обязательствами в инвалюте. Тем не менее, в начале и середине 90-х гг., банки продолжали расширять эти рискованные операции, так как в большинстве случаев они частично принадлежали этим компаниям, или находились под давлением правительства.

Синдром чрезмерных внешних заимствований и нерациональных внутренних кредитов возник в условиях недокапитализированной банковской системы и серьезных недостатков в институциональной и политической структурах. Существуют свидетельства того, что азиатская банковская и финансовая системы были очень хрупкими на всем протяжении своей деятельности – плохо наблюдались, плохо регулировались, и находились в шатком состоянии даже до начала кризиса 1997 г. В Таиланде регулирование коммерческих банков ограничило кредитную экспансию, однако, финансовая либерализация в 90-х гг. привела к появлению небанковских посредников, которые смогли обходить кредитные ограничения. Более того, сильные налоговые стимулы в Таиланде и некоторых других РС АТР значительно способствовали чрезмерным заимствованиям за границей. В 90-х гг. финансовые компании Таиланда

ускорили кредитование сектора недвижимости опять-таки за счет зарубежных займов, в основном краткосрочного характера.

В середине 90-х гг. страны ВА и ЮВА по нескольким причинам (волна валютных спекуляций в Гонконге, Таиланде и на Филиппинах, последовавшая после Мексиканского кризиса 1994 г.; неопределенность в отношении привязки гонконгского доллара к доллару США после перехода суверенитета Гонконга к Китаю в июле 1997 г.; относительно большие дефициты БТО в некоторых странах ЮВА) пришли к общему выводу о необходимости более тесной кооперации в области валютного регулирования. В начале марта 1997 г. министры финансов стран, входящих в АСЕАН, согласились разработать механизм по защите своих валют от спекулятивных "атак". Кроме того, министры пересмотрели соглашение от 1977 г. о валютном "свопе" (покупке и продаже валюты на условиях "своп" с одновременной обратной форвардной сделкой).

Перспективы региональной валютной кооперации также обсуждались на Форумах АРЕС, включающем 18 стран по обе стороны океана. В результате переговоров в течение ноября 1995 - марта 1997 гг. почти всеми странами АТР была подписана сеть двусторонних соглашений о покупке ценных бумаг с последующим выкупом по обусловленной цене (так называемые "repo agreements"), согласно которым страна, для поддержания своей валюты, может обменять у своего соседа долларовые казначейские ценные бумаги (U.S. Treasury securities) на доллары США. Например, если центральный банк азиатской страны, подписавший такое соглашение с Гонконгом, желает предотвратить обесценение своей валюты, тогда он может купить у Гонконга доллары США путем продажи американских казначейских ценных бумаг с заключением обратной сделки на покупку этих ценных бумаг по оговоренной цене и дате. Общий размер таких сделок зависит от установленного соглашением по-

толка, или количества американских казначейских ценных бумаг, которое страна способна продать. Например, потолок в каждом соглашении с Японией равен \$1 млрд.³²

До июля 1997 г. доллар США являлся ключевой валютой, на которой базировались валюты большинства развивающихся стран и стран с переходной экономикой АТР, хотя для многих из них валютная привязка к доллару не была строгой. Важно при этом различать долговременное и кратковременное регулирование курса валюты. Несмотря на то, что номинальная стоимость валют этих стран в долларах на ежедневной основе оставалась в большинстве случаев стабильной, за продолжительный период времени попытки компенсировать межстрановые различия в темпах инфляции или повысить собственную конкурентоспособность вели к отклонению национальных валют от стоимости доллара.

Анализ кризисных ситуаций показывает, что реальное удорожание валюты часто связано с потерей конкурентоспособности и структурным ухудшением торгового баланса, что, в конечном счете, понижает способность страны поддерживать равновесие БТО. Различия в степени реального удорожания валют в 90-х гг. среди азиатских государств довольно велики (см. таблицу №.13 о реальных валютных курсах в 1990-1997 гг.). Тем не менее, в 1995-1997 гг. вследствие действия фиксированных к доллару валютных курсов большинство развивающихся стран АТР потеряли конкурентоспособность по отношению к Японии и ЕС.

Таблица №.12: номинальные валютные курсы* по отношению к доллару США (1990 – июль 1997 гг.)

СТРАНА	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Япония	–	134.7	126.7	111.2	102.2	94.1	108.8	121.0
Южная Корея	707.76	733.35	780.65	802.67	803.45	771.27	804.45	951.29
Сингапур	1.81	1.73	1.63	1.62	1.53	1.42	1.41	1.48
Гонконг	7.79	7.77	7.74	7.74	7.73	7.74	7.73	7.74

³² Moreno R. "Dealing with Currency Speculation in the Asian Pacific Basin" 1997, pp.1-4 (www.frbsf.org)

Тайвань	26.89	26.82	25.16	26.39	26.46	26.49	27.46	28.70
Индонезия	1842.80	1950.30	2029.90	2087.10	2160.80	2248.60	2342.30	2909.40
Малайзия	2.70	2.75	2.55	2.57	2.62	2.50	2.52	2.81
Филиппины	24.31	27.48	25.51	27.12	26.42	25.71	26.22	29.47
Таиланд	25.59	25.52	25.40	25.32	25.15	24.91	25.34	31.36
Китай	4.78	5.32	5.51	5.76	8.62	8.35	8.31	8.29

Источники: Corsetti et al. 1998 NBER WP №.w6833 (tables);

Япония – IMF Financial Statistics. * – средний показатель за указанный период.

В 1990 – начале 1997 гг. в Малайзии курс валюты колебался в пределах 10% – от 2.7 до 2.5 ринггит за доллар. В Таиланде в 1990-1997 гг. эффективный курс был зафиксирован на уровне 25.2-25.6 бат за доллар. На Филиппинах в 1990-1995 гг. курс песо плавал в диапазоне 24-28 песо/долл., но с весны 1995 г. и до начала 1997 г. этот курс был зафиксирован на уровне 26.2 песо/долл. Валютная политика других стран была более эластичной. В Южной Корее с 1990 г. до начала 1993 г. вон обесценился в номинальном выражении с 700 до 800 вон/долл. В 1993 – середине 1996 гг. курс этой валюты плавал в очень узком диапазоне – 800-770 вон/долл., а затем снова понизился, достигнув уровня 884 вон/долл. в конце 1996 г. Индонезийская валютная политика была ориентирована на поддержание реального курса. Номинальный курс в этой стране упал с 1900 рупий/долл. в 1990 г. до 2400 рупий/долл. в начале 1997 г. Тайвань также проводил политику, ориентированную на реальный валютный курс, позволив ему снизиться с 24 тайваньских долл./долл. США в 1990 г. до 27.8 тайваньских долл./долл. США в конце 1996 г. В Сингапуре валюта подорожала в номинальном выражении с 1.7 до 1.4 сингапурских долл./долл. США. Наконец, в Китае в период 1990-1993 гг. юань умеренно обесценивался, а в 1994 г. был радикально девальвирован на 50%, тем самым был значительно ликвидирован разрыв между официальным и рыночным курсом “своп”, по которому заключалось около 80% китайских сделок. В январе 1994 г. китайское правительство, отменив официальный курс, фактически унифицировало

валютную систему. Однако, если доля сделок, уже заключавшихся по рыночному курсу, составляла около 80%, то действительная девальвация составила лишь 10%, хотя это уже не имеет особого значения, так как в течение последующих двух лет рыночный курс понизился еще на 40%.³³ С тех пор валюта Китая оставалась относительно стабильной при легком склонении в сторону номинального удорожания.

Действительная величина девальвации отражает также и инфляцию, темпы которой в 1994 г. в Китае были выше, чем в США. Поэтому девальвация в некоторой степени просто компенсировала этот разрыв в темпах инфляции, но трудно сказать, в какой степени это действительно произошло, поскольку данные о потребительских ценах в Китае не очень надежны. Если исходить из официальных данных на 1994 г., когда темпы инфляции в Китае составили 26%, значительная величина номинальной девальвации юаня была компенсирована. Но многие эксперты считают, что официальные темпы инфляции в Китае значительно завышены, особенно в дерегулированном секторе.

Девальвация юаня, несомненно, оказала понижающее давление на курсы валют стран АТР и, в общем, оказало негативное воздействие на их экспортноориентированные экономики. Однако девальвация юаня менее негативно повлияла на экономики АСЕАН-4 и НИС-4, чем девальвация иены в 1995-1997 гг., поскольку удельный вес Китая в торговле этих стран намного ниже, чем вес Японии.³⁴ Некоторые американские экономисты даже утверждают, что потеря конкурентоспособности побудила провести девальвацию, что валютные спекулянты знали об этом, и что девальвация лишь ускорила наступление спекулянтов на валюты этих стран.

³³ С. Huh, К. Kasa. "Export Competition and Contagious Currency Crises" 1998, pp.1-4 (www.frbsf.org)

³⁴ IMF World Economic Outlook, Interim Assessment, December 1997. Washington D.C. p.7.

Таблица №.13 показывает динамику реальных валютных курсов за тот же период, который взят в таблице №.12 для номинальных курсов. Если взять 1990 г. за базовый, то к весне 1997 г. реальный валютный курс в Малайзии вырос на 19%, Филиппинах – на 23%, Таиланде – на 12%, Индонезии – на 8%, Сингапуре – на 18%, Гонконге – на 30%. В Южной Корее и Тайване валюта обесценилась в реальном выражении на 14% и 10% соответственно. Эти данные показывают, что на протяжении 90-х гг. все валюты, кроме южнокорейской и тайваньской, в реальном выражении дорожали.

Таблица №.13: реальные валютные курсы в 1990-1997 гг. (на конец указанного периода).

СТРАНА	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
США	–	75.1	73.2	75.0	74.0	69.6	73.6	79.9
Япония	–	115.4	120.1	146.0	156.1	163.1	137.8	129.6
Южная Корея	96.00	91.50	87.70	85.20	84.70	87.70	87.20	58.60
Сингапур	101.20	105.70	106.00	108.60	111.90	112.70	118.20	114.40
Гонконг	99.70	103.90	108.50	116.00	114.50	116.00	125.80	138.40
Тайвань	96.50	95.70	95.70	91.40	92.60	90.40	89.60	89.20
Индонезия	97.40	99.60	100.80	103.80	101.00	100.50	105.40	62.40
Малайзия	97.00	96.90	109.70	111.00	107.10	106.90	112.10	84.90
Филиппины	92.40	103.10	107.10	97.40	111.70	109.60	116.40	90.90
Таиланд	102.20	99.00	99.70	101.90	98.30	101.70	107.60	72.40

Источники: Corsetti et al. 1998 NBER WP №.w6833 (tables); Япония и США – IMF Financial Statistics. (индекс 1980-89 = 100).

Следует отметить, что рост реальной стоимости валют происходил параллельно с укреплением доллара США. В 1991-1995 гг. номинальная стоимость доллара снижалась относительно иены и марки, и весной 1995 г. составила 80 иен за долл. Затем доллар стал быстро дорожать: курс иена/долл. вырос на 56% между весной 1995 г. и летом 1997г. Выбор валютного режима, ориентированного на доллар США, фактически, стал ключевым фактором реального удорожания азиатских валют. Фактически, лишь Гонконг имел валюту, привязанную только к доллару. Остальные страны формально привязывали свои валютные курсы к кор-

зине валют. Однако вес доллара в этой корзине был настолько высок, что валютную политику этих стран можно характеризовать как скрытую привязку к валюте США.

Наибольшее реальное удорожание валют произошло в странах с жесткой валютной политикой. И, наоборот, в странах с режимом эластичных курсов, таких как Южная Корея и Тайвань, наблюдалось реальное обесценение валюты. Примечательно, что в Индонезии, ориентировавшейся на реальный валютный курс, произошло реальное удорожание валюты, в отличие от Таиланда, Малайзии, Гонконга и Филиппин, которые ориентировались главным образом на стабильность курса.

Судя по приведенным выше данным, рост курсов валют был определенным образом связан с ухудшением БТО: страны, в которых валюта дорожала, этот баланс сильно ухудшился, и, наоборот, в Китае и на Тайване, переживавших реальное обесценение валюты, наблюдалось положительное сальдо БТО. В 1997 г. валютной "атаке" подверглись именно те страны, которые на протяжении 90-х гг. сводили с дефицитом БТО; в 1997 г. удорожание доллара относительно валют Таиланда, Малайзии, Филиппин, Южной Кореи и Индонезии составило 78%, 52%, 52%, 107% и 151%, соответственно. Рост отрицательного сальдо БТО стал закономерным следствием снижения конкурентоспособности и увеличения оттока спекулятивного капитала.

Политическое стремление поддерживать высокие темпы экономического роста на корпоративном уровне привело к возникновению длительной традиции распределения государственных гарантий на частные проекты, некоторые из которых руководились правительством, пользовались субсидиями, или поддерживались по указке правительства кредитами частных банков. Но даже при отсутствии явной государственной

помощи, стратеги корпоративного сектора часто недооценивали стоимость и риск, лежащие в основе инвестиционных проектов.³⁵

Перемены или угроза перемен в политическом режиме могут ослабить желание мирового сообщества финансировать БТО. Поэтому ожидания негативных перемен в политической и финансовой обстановке способствуют развитию кризиса платежного баланса. Такие перемены обычно происходят неожиданно и быстро. Более того, политическая нестабильность может привести к значительному бюджетному дефициту и, в свою очередь, (в условиях открытой экономики) к большому дефициту БТО. Есть множество свидетельств политической нестабильности в ВА и ЮВА. Вот некоторые из них, относящиеся только к 1997 г.: кабинетные перестановки и возможный крах правительства в Таиланде; резкие высказывания премьер-министра Малайзии Махатхира против “норовистых спекулянтов”; напряженные отношения во время выборов в Индонезии, повторяющиеся изо дня в день плохие новости о здоровье президента Сухарто и изменении его политики; президентская кампания в Южной Корее и противоречивые заявления кандидата в президенты Ким Дэ Джуна; угроза волнений рабочих в регионе. Все эти факты значительно усугубили валютный кризис и вызвали бегство как местных, так и зарубежных капиталов.

Следует заметить, что бурный рост экономики Таиланда практически за все время его существования протекал в условиях политической неопределенности (не было случая, чтобы хоть одно правительство продержалось у власти более 2-2,5 лет). В ноябре 1996 г. в результате очередных досрочных выборов было сформировано новое правительство, которое наметило ряд мер, главным образом по сокращению расходов и увеличению доходов госбюджета (который, собственно, и так на

³⁵ Corsetti, et al. “What caused the Asian currency and financial crisis?” 1998 NBER WP №.w6833, p.2.

всем протяжении 90-х гг. имел активное сальдо в среднем около 2.5% ВВП).

Опыт Японии показал, что национальная политика экономического развития, предоставление льготных кредитов и интенсивное использование заемного капитала могут привести к созданию мощного и конкурентоспособного производственного потенциала. США долго поддерживали таких “первопроходцев” как Япония, Южная Корея и Тайвань по геополитическим причинам. Но со временем США изменили свои взгляды на роль низкзатратного производства стран АТР как потенциального источника прибыли американских ТНК. Наиболее сильные в экономическом отношении страны АТР сразу воспользовались этой ситуацией, а более слабые экономики послужили лишь платформой для экспорта американских и японских ТНК. Власти этих стран стали быстро обогащаться, не обращая внимания на тех, кем правили. Защита привилегированных инвесторов означала более высокие цены для местных потребителей. Репрессивные меры, применяемые к политическим оппонентам, и использование рычагов государственной власти для удержания стоимости рабочей силы на низком уровне преподносились прессой как путь к экономическому чуду. На самом же деле такие действия являлись примером сверхэксплуатации и ущемления демократических свобод.

Как показали недавние события, эта модель экономического развития пошатнулась. Во-первых, из-за перенасыщения рынков и глобального перенакопления. Во-вторых, из-за раздувания финансовых “пузырей” и необоснованных подъемов биржевой конъюнктуры, когда значительные сбережения уже нельзя было использовать для инвестиций в производство. Средства, которые не могли быть инвестированы в производство, находили себе применение в спекулятивных операциях с

ценными бумагами и собственностью, причем привилегированные компании продолжали пользоваться коррумпированным кредитным механизмом, получая новые ссуды, в результате чего раздувшийся финансовый "пузырь" не мог не лопнуть осенью 1997 г.

Глава 2. «Внешние расчеты и платежный баланс».

2.1 «Внешняя торговля и торговый баланс».

В период 1990-1998 гг. мировая торговля товарами и услугами расширилась более чем на 55% (в номинальном долларовом выражении), с 4,300 до 6,700 трлн. долл. Рост объемов торговли (около 6.7% ежегодно) значительно опережал рост реального ВВП (около 3% в год).³⁶ Таким образом, открытость национальных экономик постепенно увеличивалась: отношение мировой торговли товарами и услугами к ВВП возросло с 19% в 1990 г. до 23% в 1998 г.; для развивающихся стран данное соотношение в конце 90-х гг. превышало 30%. В 90-х гг. развивающиеся страны быстрее остальных развивали и расширяли торговлю (более 10% ежегодно). Их доля в мировой торговле выросла с 23% до 27%. В 1998 г. рост объемов и стоимости мировой торговли резко замедлился в результате падения спроса в странах АТР, масштабного замедления глобального экономического роста и низких товарных цен.

Структура внешней торговли стран АТР.

Япония играет ключевую роль в азиатско-тихоокеанской торговле как основной поставщик, в то время как США выступают в роли основного абсорбента товарных и других потоков. В свою очередь, Япония поставляет инвестиционный капитал, промежуточные товары и технологии в страны АСЕАН и НИС-4. Японские инвестиции – один из факторов повышения конкурентоспособности экспорта этих стран на мировых рынках. Продукты, производимые этими странами при участии японского капитала и технологий, экспортируются в США, Японию и ЕС. На США приходится около 19% совокупного экспорта стран АСЕАН, Японию –18%, ЕС –15%. На долю США приходится примерно 30%

³⁶ IMF World Economic Outlook 1999. Chapter V. Washington D.C. p.127.

всего экспорта Китая. В 90-х гг. пассивное внешнеторговое сальдо США с этой страной составляло около \$30 млрд., а с Японией – \$60 млрд.

Из этого следует, что РС АТР достигли сильного экспортноориентированного роста вследствие расширения производственной базы за счет массированного притока технологий, капитала и промежуточных товаров из Японии и высокого спроса на рынке США. В начале 90-х гг. американский спрос стал снижаться, однако в середине 90-х гг. импортные потребности США все равно оставались очень высокими (торговый дефицит составлял около \$120 млрд. в год) и, следовательно, продолжали обеспечивать большой рынок для азиатского экспорта. Между тем, если США все же удалось бы урезать импорт, то тогда, высокие темпы экономического развития могли бы поддерживаться, если бы Япония смогла заменить США в роли основного абсорбента товарных потоков из РС АТР. Некоторые признаки роста японского импорта потребительских товаров стали проявляться уже в начале 90-х гг., когда рост курса иены заметно удешевил импорт. Проблема состоит в том, может ли Япония эффективно заменить США как главного потребителя экспорта из этого региона.

Другую не менее важную черту региональной торговли составляет устойчивое активное внешнеторговое сальдо НИС-4: в течение 1985-1995 гг. эти государства имели торговый профицит более \$120 млрд. в год. Такой крупный торговый профицит примерно был равен торговому дефициту США. Большое активное сальдо торгового баланса НИС-4 объясняется опережающим ростом экспорта и улучшением условий внешней торговли.

Общеизвестно, что, помимо других преимуществ, особое место доллара в мировой экономике позволяет США иметь несколько более низкие процентные ставки и платить меньше за импортные товары. Это

и позволяет им в течение длительного времени иметь столь большие торговые дефициты, не страдая от многочисленных неприятных побочных явлений, от которых страдали бы другие страны.³⁷

Япония наращивала экспорт, сохраняя актив торгового баланса даже при сильной иене, ожидая, что в будущем сокращение экспорта и рост импорта восстановят равновесие торгового баланса. Фактически, Японии удавалось поддерживать устойчивый актив торгового баланса, который означал высокий спрос на японскую продукцию. Одним из возможных объяснений этому – большой и растущий бюджетный дефицит США, который, по-видимому, стимулировал не только внутренний спрос в США, но и спрос на японский экспорт. Отличительной чертой является то, что совокупные расходы росли в Японии быстрее, чем в США. Таким образом, базовая структура товаропотоков в АТР состоит в следующем: страны СВА, не имея богатых ресурсов и сильно завися от импорта нефти и сырья, были вынуждены поддерживать актив торгового баланса в торговле с другими странами. До некоторых пор страны ЮВА дополняли страны СВА, так как поставляли в них сырье и имели отрицательный баланс по торговле с ними товарами обрабатывающей промышленности. Однако за последние годы страны ЮВА сумели овладеть трудоемким производством и стали выравнивать баланс по торговле товарами обрабатывающей промышленности.

Приближаясь к уровню НИС-4, АСЕАН-4 постоянно импортировали инвестиционный капитал, технологии, оборудование и компоненты из Японии, имея хронический дефицит по торговле с нею. Данное обстоятельство означает, что этим странам требовалось сводить торговые балансы с другими государствами с активом. В 90-х гг. они сбывали

³⁷ "Экономические неурядицы в Азии толкают вверх доллар США". КОМПАС №.8, 1998, с.48.

свои товары на европейских и американском рынках и использовали заработанные средства, чтобы финансировать дефицит с Японией.

Начиная с 80-х гг. торговый баланс Южной Кореи стал улучшаться: в 1986 г. активное сальдо торгового баланса составило 84% ее национального дохода. Экспорт рос на 18% в год, в основном за счет сильного американского спроса, а импорт – в среднем на 7,5% в год. В период 1990-1996 гг. реальный валютный курс этой страны (номинальный курс минус темпы инфляции) обесценился на 5,6%, в то время как в Японии наблюдалось 29%-е удорожание иены, а Тайваню удешевить свою валюту не удалось. В результате Южная Корея постепенно продвигалась вперед в мировую экономику за счет Японии и Тайваня. Медленный рост южнокорейского импорта объяснялся, главным образом, низкими ценами на нефть, сложившимися в 80-х гг.

Тайвань имел актив торгового баланса в течение почти двух десятилетий – в 70-х и 80-х гг. В 1986 г. активное сальдо выросло до 22% национального дохода. В середине 80-х гг. чистый экспорт этой страны снизился, тогда как внутренний спрос пошел вверх, а с 1987 г., благодаря сильному американскому спросу, тайваньский экспорт начал устойчиво расти.

Итак, в начале 90-х гг. общая картина была такова: в конце 80-х – начале 90-х гг. США стали самым крупным экспортным рынком для Японии и НИС-4. Суммарный экспорт Японии, Тайваня и Южной Кореи обеспечивал более 30% импорта США. В результате эти страны стали относительно зависимы от изменений в совокупном спросе США. Тем не менее, существует ряд способов, посредством которых страны ВА и ЮВА могут справиться с дефляционным эффектом любого сжатия американского спроса. Во-первых, внутриотраслевая торговля между НИС-4 позволит им добиться лучших показателей экономического рос-

та в будущем. Во-вторых, Япония может стать абсорбентом экспорта этих стран³⁸, и признаки этого уже наблюдаются – на начало 90-х гг. импорт и потребительские расходы в Японии росли с высокой скоростью.

Расширение внутрирегиональной торговли сыграло решающую роль. Внутрирегиональная торговля состояла, большей частью, из промежуточных товаров. Увеличение внутрирегиональной торговли объясняется, частично, прямыми инвестициями и переносом фирм в РС АТР из Японии, а впоследствии из Южной Кореи, Сингапура и Тайваня. В середине 90-х гг. около половины экспорта практически каждой из стран ВА и ЮВА сбывалось внутри АТР, включая Японию. Филиппины менее других стран региона были интегрированы в региональную торговлю; более $\frac{1}{3}$ экспорта этой страны находило сбыт в США. Наиболее регионально интегрированными странами являются Китай и Индонезия; почти 60% их экспорта поступает в страны АТР. Рост внутрирегиональной торговли, несомненно, стал позитивным элементом развития экономики АТР.

Внутрирегиональная торговля в АТР в 1986-1992 гг. возросла с 30,9% до 43,1% их совокупного товарооборота, тогда как доля США сократилась с 34% до 24%. Доля региона в экспорте НИС-4 за тот же период выросла с 31,9% до 43,5%, тогда как доля США понизилась с 37% до 24%. В 90-х гг. страны ВА и ЮВА постепенно становятся основным экспортным рынком как для Японии, так и для США.

Таблица №.14: региональные торговые связи некоторых стран АТР в 1997 г. (в % от ВВП экспортера).

³⁸ Так, в 1995 г. на долю Японии пришлось 27% (\$12,2 млрд.) экспорта Индонезии, 17% (\$9,5 млрд.) Таиланда, 16% (\$2,7 млрд.) Филиппин, 14% (\$17,1 млрд.) Южной Кореи, 12% (\$9,2 млрд.) Малайзии, 11% (\$13,2 млрд.) Тайваня, 7% (\$9,2 млрд.) Сингапура и 6% (\$9,5 млрд.) Гонконга.

Экспортер	Китай	Индонезия	Малайзия	Филиппины	Таиланд	Южная Корея	Япония	общий экспорт
Китай	–	0.2	0.2	0.1	0.2	1.0	3.5	20.3
Индонезия	1.1	–	0.7	0.4	0.4	1.6	5.8	24.8
Малайзия	1.9	1.3	–	1.2	2.9	2.6	10.1	80.4
Филиппины	0.4	0.1	1.0	–	0.6	0.8	5.5	35.6
Таиланд	1.1	0.9	1.6	0.5	–	0.7	5.7	37.4
Южная Корея	3.1	0.8	1.0	0.6	0.5	–	3.3	30.7
Япония	0.5	0.2	0.3	0.2	0.3	0.6	–	10.0

Источник: IMF World Economic Outlook 1999 May. Chapter II. p.33. (Washington D.C.)

Из приведенных выше данных видно, что в 1997 г. экспорт Японии в АСЕАН-4, Китай и Южную Корею составил около $\frac{1}{5}$ ее совокупного экспорта, или 2,1% ВВП. Экспорт Индонезии в страны, приведенные в таблице №14, равнялся 40% ее совокупного экспорта, экспорт Китая, Малайзии и Филиппин – $\frac{1}{4}$ их совокупного экспорта, а экспорт Таиланда и Южной Кореи – 30%.

Внутриотраслевая торговля между странами АТР развивалась в зависимости от сравнительных преимуществ, определяемых различиями в наделенности факторами производства, капиталом, рабочей силой, технологиями и ресурсами. Чем более непохожи страны в этом отношении – тем выгодней между ними торговля, поскольку комплементарность их экономик выше. Высокая комплементарность наблюдалась в следующих комбинациях:

Япония – Австралия, Канада, Индонезия и Малайзия

Южная Корея и Тайвань – Австралия и Малайзия

Малайзия – Сингапур

Южная Корея и Тайвань – Гонконг

Низкая комплементарность наблюдалась между:

АСЕАН – Канада, Австралия и Новая Зеландия

Между странами АСЕАН

Канада – Австралия и Новая Зеландия

Снижение комплементарности стало заметно в 80-х гг. между Японией, Южной Кореей и Тайванем; между Южной Кореей и Тайванем; между Канадой и Австралией. Заметный спад комплементарности проявился также между Индонезией и Таиландом.

Структура торговли таких стран, как Таиланд, Малайзия и Филиппины имеет много общего. Прежде всего, все они зависят от экспорта в США³⁹, это одна из причин, почему все они пытались создать стабильный (реальный) валютный курс по отношению к доллару; до кризиса 1997 г. многие страны сохраняли курсы своих валют в пределах узкого диапазона колебаний по отношению к доллару (так как с технической стороны, эти валюты были привязаны к широкой валютной корзине, где доллар США имел наибольший вес).

Второе поколение “тигров” – АСЕАН-4, как и первое (НИС-4) использовали экспорт в качестве “двигателя” экономического роста и развития. Экспорт из этих стран большей частью состоял из трудоемких промышленных товаров, которые очень чувствительны на изменение относительных затрат на рабочую силу. Соединенные Штаты, наряду с Японией, являются наиболее важным рынком сбыта этой продукции; до недавнего прошлого США поглощали около 20% экспорта из Таиланда, Малайзии и Индонезии, и более чем 40% экспорта из Филиппин. В то же время, пока доли Индонезии и Филиппин в импорте США колебались в районе 5-10%, доля Китая выросла почти с 15% в 1989 г. до 30% в 1996 г. Этот рост не отражает изменений в характере спроса на продукцию, в производстве которой Китай имел особые преимущества. На самом деле, набор товаров, экспортируемых Китаем и другими азиатскими государствами, был практически одинаковым. Например, и Ки-

³⁹ Например, в 1995 г. около 1/3 экспорта НИС-4, Малайзии и Таиланда (всего на \$135,4 млрд.) ушло в США. В том же году доля экспорта Индонезии в США составила 14% (\$6,3 млрд.) ее совокупного экспорта, а доля Филиппин – 36% (\$6,2 млрд.).

тай и относительно малые экономики стран ВА и ЮВА экспортировали главным образом электрооборудование и комплектующее к нему детали. Но рост доли Китая на рынке США отражал повышение ценовой конкурентоспособности и переход производства из Гонконга и Тайваня на территорию Китая.⁴⁰

При таком профиле торговли, наряду с привязкой валют стран-экспортеров к доллару, удорожание доллара будет неблагоприятно влиять на конкурентоспособность экспорта этих стран.

Необходимо подчеркнуть ряд особенностей восточно-азиатской торговли и промышленной политики:

Во-первых, благодаря предоставлению доступа к кредитам, снижению налоговых ставок и другим льготам для экспортеров, удалось развить экспорт и избежать неблагоприятных последствий применения импортных барьеров, – производить только на внутренний защищенный рынок.

Во-вторых, правительственная поддержка оказывалась фирмам в зависимости от их успехов на мировых рынках.

В-третьих, несмотря на торговые барьеры, свободный ввоз факторов производства для экспортного сектора значительно способствовал росту объема и номенклатуры импорта. Например, в Южной Корее набор автоматически разрешаемых статей по импорту расширился с 800 в конце 60-х гг. до 5'600 в начале 80-х гг. и примерно до 10'000 в начале 90-х гг.⁴¹ Частично это отражает влияние либерализации импорта товаров для экспортного сектора. По-видимому, это обстоятельство и объясняет, почему коэффициент импорт / ВВП во многих странах ВА и ЮВА, и даже в наиболее защищенных экономиках Южной Кореи и Тайваня, вырос намного выше, чем в странах Латинской Америки.

⁴⁰ С.Huh, K.Kasa "Export Competition and Contagious Currency Crises" 1998, pp.1-5 (www.frbsf.org)

Данные свидетельствуют о том, что эффективная девальвация реально повлияла на экспортную конкурентоспособность Китая. Так, в 1994 г. торговый баланс этой страны вышел из дефицита в -\$10,6 млрд. и зарегистрировал активное сальдо в \$4,2 млрд. В то же время резко ухудшились торговые балансы в Таиланде, Малайзии и Индонезии (см. таблицу №.16). На Филиппинах торговый баланс находился в относительно стабильном состоянии, а в Индонезии оставался активным, чему способствовал рост доходов от экспорта нефти.⁴² Можно сказать, что индонезийский экспорт оказался более устойчивым, чем в других РС АТР, хотя в 1996 г. вывоз пиломатериалов, текстиля и обуви, которые вместе составляли около половины всего экспорта страны, проявил тенденцию к сокращению.

За исключением Гонконга, государственное вмешательство в экономику сыграло решающую роль в странах ВА и ЮВА. На заре стремительного экономического роста эти страны, хотя и в различной степени, опирались на довольно высокие тарифные и нетарифные барьеры. На протяжении бурного экономического развития в 50-х и 60-х гг., Япония также поддерживала высокие тарифные ставки. В начале 70-х гг., в результате успешных раундов многосторонних торговых переговоров, проведенных под эгидой ГАТТ, тарифные ставки в Японии выровнялись в соответствии с другими промышленно-развитыми странами. Тарифные ставки в Южной Корее и Тайване снижались более постепенно, чем в Японии. В середине 60-х гг. номинальные тарифные ставки в Южной Корее в среднем составляли примерно 40%, в начале 80-х гг. – 21%, а в начале 90-х гг. – 12%; в Тайване этот уровень равнялся 35%, 31% и 10%, соответственно. Нетарифные барьеры также достигали значительных размеров, и снижаться они стали еще позже, чем тарифные

⁴¹ R.Glick, R. Moreno. "Government Intervention and the East Asian Miracle" 1997 (www.frbsf.org)

барьеры. В Японии, например, в 1960 г. почти 60% всего импорта подвергалось формальным квотам, хотя эти ограничения были значительно снижены в конце той же декады. В 1973 г. в Южной Корее, 40% статей импорта были запрещены или ограничены. К 1981 г. этот процент снизился, но все равно был еще довольно высоким – 25%. Только Гонконг и Сингапур относительно быстро сняли все ограничения на импорт.

Уругвайский раунд переговоров сыграл значительную роль в либерализации азиатско-тихоокеанской торговли. В результате, промышленные страны снизили свой средний импортный тариф на промышленные товары на 40% и увеличили долю необлагаемого импорта с 20% до 43%. Торговые барьеры в РС АТР, за исключением Гонконга, где их вообще нет, все еще значительны и выше, чем в промышленно развитых странах.

Члены АПЕК согласились осуществить в своем регионе свободную и открытую торговлю к 2020 г. (к 2010 г. для промышленно развитых стран). В 1995 г. несколько стран объявили о начальной стадии процесса либерализации, т.е. снижении тарифов, не входящих в предварительно согласованные обязательства. Например, Китай запланировал снижение тарифов по более, чем 4000 тарифным линиям, в среднем примерно на 30%. К 2003 г. Индонезия обязуется снизить тарифы до 10% (5% для членов АФТА). Австралия полностью открыла сектор телекоммуникаций, тогда как Канада сняла оставшиеся ограничения на финансовые услуги.⁴³

Многие страны АТР, опять же в различной степени, проводили политику, направленную на развитие приоритетных отраслей. Ресурсы для этих отраслей импортировались беспошлинно, а занятые в этих отраслях фирмы получали льготные кредиты от государственных банков.

⁴³C.Huh, K.Kasa. "Export competition & Contagious Currency Crises" 1998, pp.1-5 (www.frbsf.org)

Несмотря на то, что индустриальная фаза развития осталась позади, в 80-х и 90-х гг. Япония продолжала продвигать развитие определенных отраслей, таких как производство высокочастотных телевизоров и компьютерных технологий.⁴⁴

Затянувшаяся стагнация японской экономики в 90-х гг. стала причиной значительного снижения экспорта азиатских стран; надежды на восстановление японской экономики, в предшествующий кризису период, были разрушены внезапным спадом деловой активности. Сокращение спроса на полупроводники в 1996 г. и неблагоприятное изменение условий торговли также внесли вклад в ухудшение торгового баланса в регионе в 1996-1997 гг.

Согласно данным, приведенным в таблице №15, условия торговли в 1995-1996 гг. заметно ухудшились для Сингапура, Таиланда и особенно Южной Кореи и Японии.

Таблица №.15: условия торговли (1995 = 100).

СТРАНА	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Япония	72.7	80.1	86.1	93.3	100.4	100.0	91.9	91.0	97.0	101.6
Южная Корея	97.6	98.2	98.2	95.5	98.7	100.0	90.5	88.1	84.2	82.4
Гонконг	101	102	102	103	101	100.0	101	101	103	102
Сингапур	111.2	108.7	105.1	104.9	101.7	100.0	99.5	97.2	97.0	96.0
Тайвань*	100.6	101.3	102.5	101.4	96.7	98.6	100.0	102.2	104.3	107.2
Филиппины	109.3	116.3	97.9	96.9	96.3	100.0	101.0	102.8	108.2	127.2
Таиланд	102.0	100.9	101.6	102.3	103.3	100.0	98.0	98.6	93.3	94.3

Источник: Key Indicators of Developing Asian and Pacific Countries. Asian Development Bank, 2000. (*-1996=100); IMF International Financial Statistics Yearbook 2000. IMF, Washington.

Резкое удорожание доллара против иены и европейских валют, начавшееся во второй половине 1995 г., привело к потере ценовой конкурентоспособности в большинстве стран Азии, валюты которых были

⁴³ R.Moreno, "Pacific Basin Notes: Trade Liberalization in the Pacific Basin" 1996, pp.1-4 (www.frbsf.org)

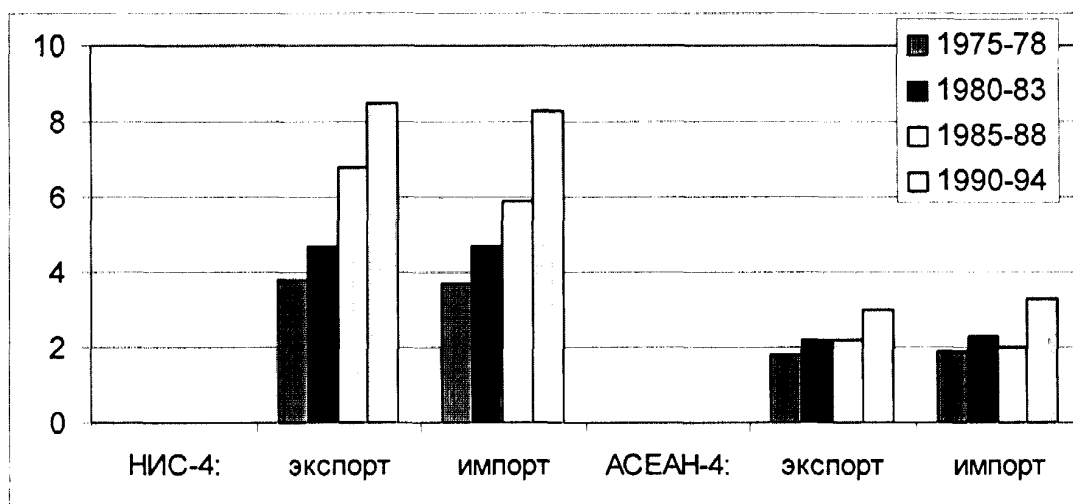
⁴⁴ R.Glick, R.Moreno, "Government Intervention and the East Asian Miracle" 1997, pp.1-5 (www.frbsf.org)

привязаны к доллару. Конкурентное давление, в основном, увеличилось за счет возрастающего веса Китая в совокупном экспорте АТР.⁴⁵

Аналитики указывают на то обстоятельство, что страны ВА и ЮВА не занимают значительной доли в мировой торговле (см. диаграмму №1). Однако в 90-е гг. экспорт в эти страны составил $\frac{2}{3}$ прироста экспорта Японии и примерно $\frac{1}{5}$ совокупного прироста Германии, Италии, Франции и США.

Азиатские страны являются важнейшими рынками и друг для друга. Например, около половины экспорта Китая приходится на Азию.

Диаграмма №.1: АСЕАН-4 и НИС-4: доли в мировом импорте и экспорте, %.



Источник: IMF World Economic Outlook 1998, Chapter III, p.97. (Washington D.C.)

Во многих азиатских странах экспортеры имели доступ к импорту по близким к мировому уровню ценам через различные каналы, включая зоны свободной торговли, экспортно-промышленные зоны, таможенное хранение, системы возврата таможенных пошлин. Фактически, сравнения внешних и внутренних уровней цен и их изменчивости показывают,

⁴⁵ Corsetti, et al. "What caused the Asian currency and financial crisis?". 1998 NBER WP №.w6833, p.5.

что в РС АТР отклонения цен было значительно ниже, чем в других развивающихся странах.⁴⁶

Как уже отмечалось выше, экспортному росту сопутствовало наличие внешних рынков, особенно в Японии и США, а впоследствии и во всем АТР. Япония, США и ЕС предъявляли высокий спрос на трудоемкую продукцию, который генерировал высокие темпы роста азиатского экспорта, а в поздние годы, обеспечили рынок (особенно США) для экспорта высокотехнологичных товаров.

Изменение состояния мирового рынка.

До кризиса 1997-1998 гг. состояние мирового рынка было довольно благоприятным для РС АТР. Процентные ставки в США оставались на низком уровне. Мировые товарные рынки были достаточно стабильными. Премия за риск по кредитам развивающимся странам не росла, а снижалась. Наблюдался значительный рост объема мировой торговли (при незначительном замедлении в 1996-1997 гг., по сравнению с 1993-1995 гг.). В 1996 г. темпы роста объемов мирового экспорта снизились до 6%, но были все еще выше среднего мирового уровня в 1994-1995 гг.

Несмотря на такие благоприятные условия, было разработано несколько гипотез о “внезапном” экзогенном воздействии на экономику ВА и ЮВА. Однако если приглядеться поближе, то окажется, что внешние факторы оказали, в лучшем случае, умеренное воздействие. В Таиланде стоимостной объем экспорта (в долларах) уменьшился в 1996 г. на 1%. В Южной Корее темпы роста экспорта снизились с 30% в 1995 г. до 4% в 1996 г., а в Малайзии – с 26% до 6%. В 1996 г. в Индонезии темпы роста экспорта составили 10%, т.е. на уровне трех предыдущих лет. В 1996 г. в АСЕАН-4 существенный рост экспорта – 19% наблюдался только на Филиппинах.

⁴⁶ IMF World Economic Outlook 1998. Washington D.C. p.98.

В Южной Корее и Малайзии физические объемы экспорта продолжали быстро расти (19% и 14%, соответственно), а стоимостные резко сокращались. В Таиланде, напротив, в 1996 г. физический объем экспорта стагнировал, тогда как стоимостной изменился незначительно. В Индонезии рост физического объема был несколько ниже, чем в Южной Корее и Малайзии, но выше, чем в Таиланде.

Одна из гипотез полагает, что существует мировое перенасыщение рынка трудоемких товаров, именно тех, которые подпитывали экономический рост восточно-азиатских стран в прошлом. Это перенасыщение стало причиной сокращения экспортных доходов в странах с развитым производством трудоемких товаров, а также снижения условий торговли для таких товаров, как предметы одежды, обувь и бытовая электроника. В 1996 г. мировые цены на промышленные товары снизились на 2% (при падении цен на полупроводники не менее чем на 80%). В итоге, быстрый рост производства электроники и перенакопление производственных мощностей в Восточной Азии, вероятно и стал причиной снижения цен.⁴⁷ Это позволяет объяснить снижение стоимостного объема экспорта электронных товаров в Южной Корее и Малайзии.

По второй гипотезе возрастающая роль Китая (а в будущем, возможно, и Индии) может существенно вытеснить экспорториентированное производство из ЮВА. В 1996 г. экспорт Китая составил \$150 млрд. (по сравнению с \$20 млрд. в середине 70-х гг.) и вывел эту страну на 11-е место среди наиболее крупных экспортеров.⁴⁸ В 1990-1995 гг. темпы роста китайского экспорта промышленных товаров составляли более 22% ежегодно (в номинальном долларовом выражении).

Соперничество китайских фирм с другими фирмами в АТР протекало в основном по таким товарам, как текстиль, одежда и электроника,

⁴⁷ Radelet S., Sachs J. "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects", 1998, p.18.

причем по некоторым товарам Китай явно захватил и продолжает захватывать секции рынка. Однако эскалация экспорта Китая оказала, в лучшем случае, весьма умеренное влияние на спад экспорта стран ВА и ЮВА в 1996 г. Влияние девальвации юаня, возможно, также было ограниченным, вследствие номинального удорожания юаня после двух лет 20%-й инфляции (по сравнению с 6% в странах, наиболее пострадавших от кризиса – АСЕАН-4 и Южной Корее).

Некоторую роль сыграло также резкое удорожание доллара США по отношению к иене и европейским валютам после 1994 г. Поскольку большинство валют стран ВА и ЮВА были привязаны к доллару, их курс по отношению к иене значительно вырос. Курс иена/долл. вырос с 85 иен/долл. в июне 1995 г. до 127 иен/долл. в апреле 1997 г., и, если в начале 1995 г. каждые 100 иен тайландского экспорта в Японию приносили 29 бат, то в начале 1997 г. – лишь 20 бат. Конечно, цены на японский импорт понизились к выгоде производителей, импортирующих промежуточные товары из Японии. Тем не менее, негативное влияние удорожания доллара на экспорт этих стран оказалось сильнее, нежели выгоды, полученные ими от удешевления импорта, что явно породило сомнения среди кредиторов ВА и ЮВА насчет способности компаний этих стран продолжать выполнение своих долговых обязательств.

В последние годы взаимный товарооборот третьих стран, обслуживаемый долларом, более чем в четыре раза превосходит суммарный экспорт США, т.е. на каждый доллар, используемый самими США, приходится 4 долл., используемых во внешнеторговых операциях между другими государствами, при этом по ряду товарных позиций доллар играет в качестве традиционной валюты, используемой в расчетах.⁴⁹

⁴⁸ Там же, р.19.

Таблица №.16: сальдо торгового баланса (млн. долл.)

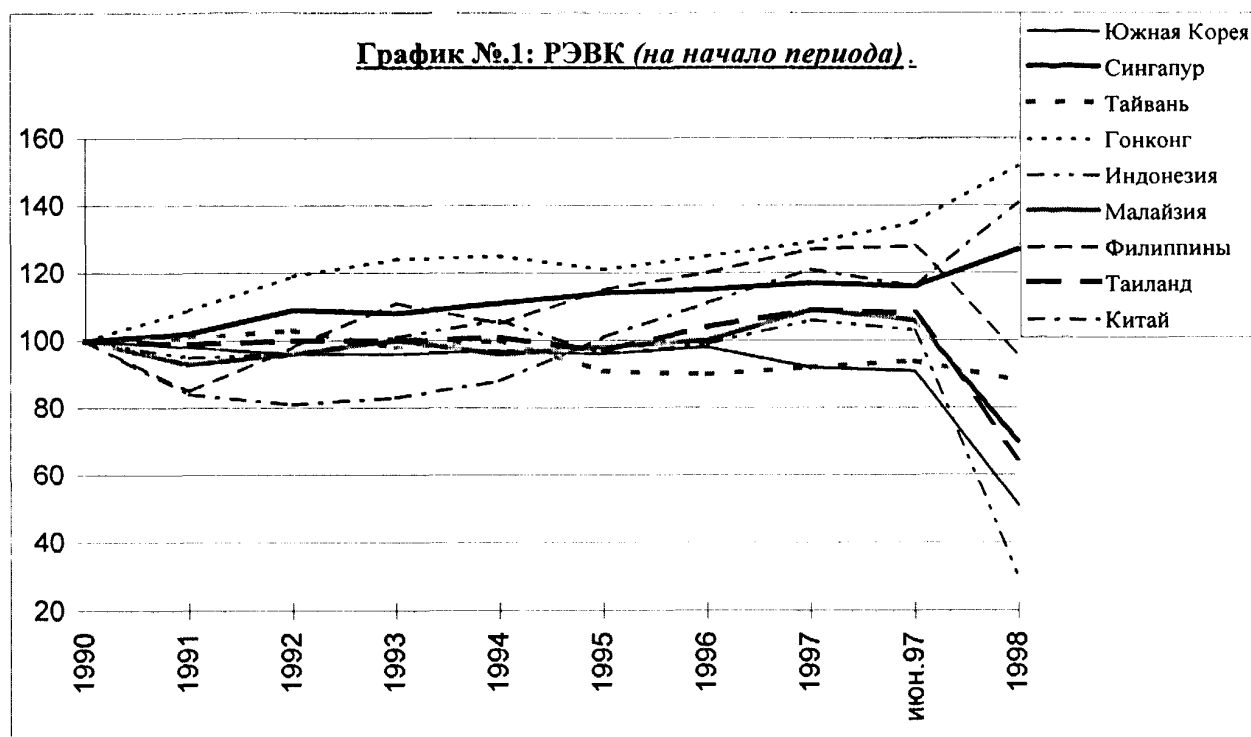
СТРАНА	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Япония	69'280	96'080	124'760	139'420	144'190	131'790	83'560	101'600	122'390	123'320
Южная Корея	-2'450	-6'803	-1'755	2'319	-2'860	-4'444	-14'965	-3'179	41'627	28'716
Сингапур	-1'633	-110	-1'821	-2'724	1'354	977	2'224	1'118	14'811	11'303
Гонконг	-	-	-	-	-	-	-	-	-7'833	-3'159
Индонезия	5'352	4'801	7'022	8'231	7'901	6'533	5'948	10'074	18'429	20'477
Малайзия	2'525	391	3'150	3'037	1'577	-103	3'826	3'876	-	-
Филиппины	-4'020	-3'211	-4'695	-6'222	-7'850	-8'944	-11'342	-11'127	-28	4'962
Таиланд	-6'751	-5'989	-4'161	-4'297	-3'726	-7'968	-9'488	1'551	16'041	13'477
Китай	9'165	8'743	5'183	-10'654	7'290	18'050	19'535	46'222	46'614	36'207

Источники: IMF International Financial Statistics Yearbook 2000; Южная Корея – Key Indicators of Developing Asian and Pacific Countries. Asian Development Bank, 2000. pp. 158-169. (www.adb.org)

Реальный эффективный валютный курс (РЭВК), т.е. валютный курс с учетом инфляции и веса валюты в торговле – наиболее популярный индекс международной ценовой конкурентоспособности государства. График №.1 о РЭВК азиатских стран показывает реальное удорожание валют на протяжении 90-х гг. Здесь рассмотрены доли тридцати торговых партнеров во ВТО (экспорт + импорт) стран ВА и ЮВА в 1996 г. В качестве дефлятора использованы индексы потребительских цен.

Необходимо обратить внимание на данные по Китаю: в январе 1994 г. Китай пережил сильную девальвацию. Эта девальвация произошла в результате унификации официального курса с более низким рыночным курсом. Как указывает известный экономист Кван, с тех пор как 80% китайского экспорта уже проводилось по рыночному курсу, фактическая степень обесценения юаня была намного меньше, чем изменение официального курса – примерно 7% , вместо 35%. При составлении графика использовался этот эффективный курс.

⁴⁹ Ершов М.В. "Валютно-финансовые механизмы в современном мире". М. 2000. с.24.



Источник: Ohno K., "Exchange Rate Management in Developing Asia", ADBI WP. Tokyo, 1999.

Из графика №.1 применительно к докризисному периоду можно сделать следующие выводы: во-первых, некоторые страны (Тайвань, Южная Корея, Малайзия, Таиланд, Индонезия) удерживали РЭВК в пределах относительно узкой маржи, когда в других странах (Гонконг, Филиппины, Китай, Сингапур) наблюдалось удорожание. За период январь 1990 – Июнь 1997 гг. реальное удорожание валюты было следующим: Сингапур (+16.1%); Гонконг (+34.9%); Малайзия (+5.6%); Таиланд (+8%); Филиппины (+28.2%); Индонезия(+2.6%); Китай (+16.3%). Примечательно, что страны, испытавшие на себе спекулятивные "атаки", принадлежат к первой группе. В 1996-1997 гг. в Таиланде наблюдалось реальное удорожание, но не более чем на 8% по сравнению с январем 1990 г. В Индонезии валюта подорожала на 3%. В Южной Корее (-9.1%)

и на Тайване (-6.4%), напротив, в 1996-1997 гг. наблюдалось обесценение РЭВК.

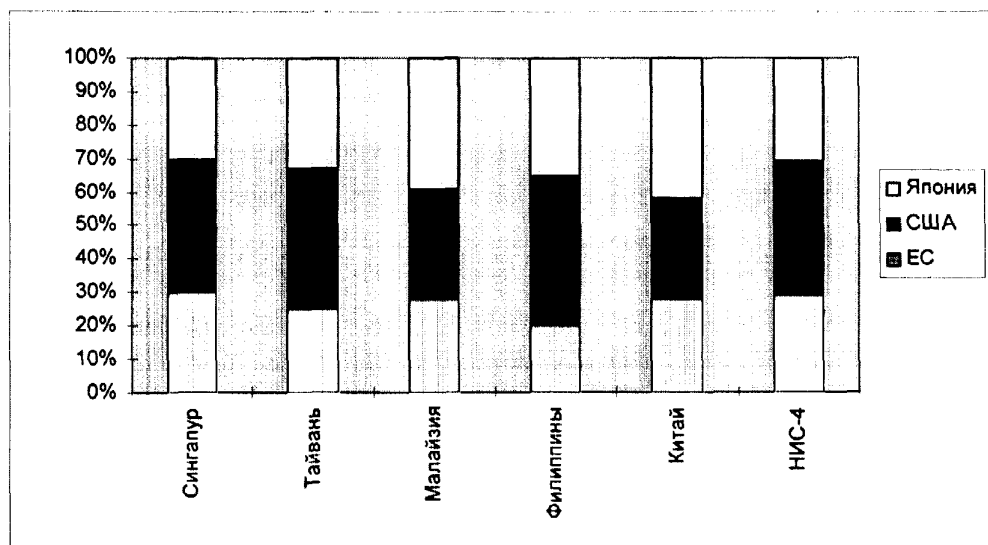
Во-вторых, даже если средний уровень конкурентоспособности стабилен, одновременно стабилизировать реальные курсы валют против Японии, США и ЕС невозможно, пока их валютные курсы сильно колеблются. Особенно нестабильна конкурентоспособность Восточной Азии по отношению к Японии. Эти три индустриальных блока (Япония, США и ЕС) занимают преобладающие и приблизительно равные позиции в торговле с развивающимися странами Восточной Азии⁵⁰ (см. диаграмму №.2).

Диаграмма №.2 а): торговые партнеры восточно-азиатских стран.



⁵⁰ Ohno K., "Exchange Rate Management in Developing Asia", Asian Development Bank Institute Working Paper (ADBI WP) Tokyo, 1999. p.5. (www.adbi.org)

б): торговля некоторых РС АТР с ЕС, США и Японией в 1996 г.



Источник: Ohno K., "Exchange Rate Management in Developing Asia", ADBI Working Paper. Tokyo, 1999.

РЭВК, который является наиболее часто используемым показателем конкурентоспособности, может не совсем точно отражать ее истинную величину по причине того, что торговые веса могут не точно представлять конкурентов какой-либо страны. Развивающиеся страны с вертикальной структурой торговли на самом деле не конкурируют со своими богатыми торговыми партнерами, которые обеспечивают их рынками снабжения и сбыта. Настоящая конкуренция происходит между самими развивающимися странами, взаимная торговля которых ограничена из-за однородности их экономических структур. Один из способов исправить такое положение – это использовать глобальные веса для экспорта однородной продукции, сохраняя при этом двусторонние веса для более дифференцированного экспорта готовой продукции.⁵¹

⁵¹ Там же, р.5.

2.2 «Движение капитала и баланс операций с капиталом».

Возросшее участие РС АТР на международном рынке капиталов стало одной из предпосылок и каналов распространения валютно-финансового кризиса в этих странах, однако для многих азиатских стран крупный приток финансовых средств – относительно недавнее явление. В среднем международный оборот капитала превышает сейчас \$1 трлн. в год, и лишь 10% его приходится на развивающиеся страны. Приток капитала в Восточную Азию, малозначимый в 80-е гг., в 90-е гг. стремительно вырос в восьми⁵² азиатских странах с \$15 млрд. в 1988 г. до \$170 млрд. в 1996 г.⁵³, т.е. в 11 раз. Такой наплыв денег не мог не ухудшить их “качество”: значительная часть средств была вложена в спекуляцию с недвижимостью и в амбициозные проекты, жизнеспособность которых оказалась весьма сомнительной. Кроме того, в притоке капитала заметно повысилась доля краткосрочных кредитов.

В 90-х гг. наиболее высокая доля ПИИ приходилась на Китай, однако другие формы притока финансовых средств были относительно невелики. В Малайзии и Сингапуре приток ПИИ также был значителен, но в других странах приток ПИИ оставался низким на всем протяжении 80-х гг. и стал повышаться только в середине 90-х гг. В одном только 1995 г. ПИИ в развивающиеся страны выросли на 13%, составив \$90 млрд., из которых 60% (\$54 млрд.) ушло в страны Восточной Азии. Китай получил в ПИИ \$38 млрд., а Малайзия – почти \$6 млрд. В 1990-1995 гг. доля ПИИ, приходившихся на развивающиеся страны, выросла с 12% до 38%. Приватизационные программы многих развивающихся стран привлекли в 1990-1995 гг. около \$40 млрд. в ПИИ.

⁵² (Китай, Индонезия, Южная Корея, Малайзия, Филиппины, Сингапур, Таиланд, Тайвань).

⁵³ Bosworth B., Collins S.M., "From Boom to Crisis and Back Again: What Have We Learned?" 1999, ADBI WP. Tokyo, p.8.

В 1994-1998 гг. на АСЕАН-4 пришлось около 14,3% всех американских ПИ в АТР. В 1994-1996 гг. приток американских ПИ в НИС-4 был несколько больше, чем в АСЕАН-4, составив около \$94,5 млрд. (т.е. 25% всего притока американских ПИ в АТР).

В 80-х гг. НИС-4 стали чистыми экспортерами капитала. Так, в 1997 г. ПИИ Тайваня составили \$4,5 млрд., главными реципиентами которых стали Китай, страны ЮВА и США. Приток капитала значительно вырос не только в развивающиеся, но и в развитые страны АТР: США, Канада, Австралия и Новая Зеландия также стали импортерами капитала из Японии и НИС-4. В 1983-1990 гг. 42% японских ПИ ушло в США, 17% в Европу, 8% в НИС-4, 4% в АСЕАН и 3% в Австралию. В 1985-1988 гг. США, являясь основными абсорбентами прямых и портфельных иностранных инвестиций, получили \$50 млрд. в ПИИ и \$207 млрд. в портфельных инвестициях, тогда как страны АСЕАН получили в ПИИ всего \$6,8 млрд., а Китай – \$6,5 млрд. Южная Корея стала главной инвестиционной страной в ЮВА.

В период кризиса 1997-1998 гг. ПИИ в РС АТР сократились незначительно – с \$64 до \$61 млрд. В Китае, из-за экономического спада в восточно-азиатских странах, приток ПИИ понизился на \$2 млрд. до \$40 млрд. ПИИ играют важную роль в китайской экономике, составляя 25% внутренних инвестиций, 13% промышленного производства, 31% экспорта, 11% налоговых поступлений и 16 млн. рабочих мест. Принципиальным источником ПИИ стали зарубежные китайские фирмы, основанные в странах Восточной Азии, включая Гонконг, который учитывал 60% притока ПИИ по меньшей мере до 1995 г.⁵⁴

⁵⁴ World Bank. Global Development Finance 1999. Washington D.C., p.56. (www.worldbank.org)

Японские ПИ в АСЕАН-4 и Южную Корею составляют 30% всех инвестиций в эти страны. В период азиатского кризиса отток прямых инвестиций из Японии снизился с \$20,4 до \$17,6 млрд.

В начале 90-х гг. после многолетнего роста официальные льготные кредиты развивающимся странам достигли пиковой величины и с тех пор стали сокращаться. В 1994-1995 гг. ОПР, составившая \$33 млрд. в грантах и \$14 млрд. в льготных кредитах, сократилась в реальном выражении на 6%, до 0,29% ВВП, наинизшей величины с 1973 г.⁵⁵ В 1994 г. Китай, являясь основным реципиентом ОПР, получил \$3,5 млрд. Практически ежегодно около $\frac{3}{4}$ японской ОПР уходит в Китай и ЮВА (особенно Индонезию и Филиппины).

Масштабный приток капитала в страны ВА и ЮВА в первой половине 90-х гг. проводился не в форме ОПР, ПИИ или долгосрочных синдицированных банковских кредитов, а преимущественно в форме краткосрочных банковских займов, номинированных в долларах США, которые конвертировались в национальные валюты для долгосрочных инвестиций в недвижимость и производство.

Межбанковские кредиты в Южную Корею и АСЕАН-4, $\frac{2}{3}$ из которых имели срочность менее одного года, выросли с \$14 млрд. в год в 1990-1994 гг. до \$43 млрд. в 1995-1996 гг.; иностранные капиталовложения за те же периоды составили \$11 и \$17 млрд. соответственно.⁵⁶

Совокупный приток капитала в РС АТР в 1995 г. вырос на 27%, достигнув \$108,3 млрд. (около 47% совокупного притока капитала в развивающиеся страны). Приток частного капитала в 1995 г., вследствие сокращения портфельных инвестиций с \$84 млрд. в 1993 до \$56 млрд., замедлился до 5% по сравнению с трехкратным увеличением в 1990-

⁵⁵ Reuven Glick. "Capital Flows and Exchange Rates in the Pacific Basin" 1998, pp.1-5 (www.frbsf.org)

⁵⁶ Pierre Poret. "Liberalising Capital Flows: Lessons from Asia." (www.oecd.org)

1993 г. Его доля в совокупном притоке капитала в страны Восточной Азии оставалась стабильно высокой – около 91%.

Азиатский финансовый кризис 1997-1998 гг. сильно ограничил доступ ряда стран региона к международным рынкам капитала, а другие страны, возможно, вообще прекратили поиск новых кредитов в ожидании улучшения рыночных условий. Совокупный приток денежных средств снизился с \$123 млрд. в 1997 г. до \$96 млрд. в 1998 г., в основном за счет сокращения частных ресурсов. По сравнению с прямыми (-\$3 млрд.) и портфельными (-\$1 млрд.) иностранными инвестициями, наиболее резко сократились частные кредиты – с \$31 млрд. в 1997 г. до \$7 млрд. в 1998 г.⁵⁷ Выпуск новых облигаций в 1998 г. сократился до \$10 млрд., по сравнению с \$19 млрд. годом ранее. В апреле 1998 г. Южная Корея выпустила облигаций на сумму \$4 млрд., а Китай на сумму более \$1 млрд. Индонезия и Филиппины выпустили облигации на сумму менее \$750 млн. В 1998 г. кредиты частных банков сократились до \$3,5 млрд., по сравнению с \$9 млрд. годом ранее. Приток портфельных инвестиций сократился незначительно – с \$9 до \$8 млрд. Неблагоприятная атмосфера мирового рынка и неопределенность в области валютной политики привели к резкому сокращению выпуска акций компаний. В 1998 г. чистый приток портфельных инвестиций в Китай сократился до \$1 млрд. Однако прирост портфельных инвестиций в страны ВА и ЮВА, пострадавшие от кризиса, – с \$800 млн. в 1997 г. до \$7 млрд. в 1998 г. более чем компенсировал их сокращение в Китае. Данное обстоятельство свидетельствует о низком уровне портфельных инвестиций в 1997 г., включая существенный отток во второй половине того же года, и низкую стоимость (особенно в долларовом выражении) в первой половине 1998 г. Возвращение портфельных инвестиций способствова-

⁵⁷ World Bank. Baseline Forecast, March 1999. Washington D.C. p.154. (www.worldbank.org)

ло умеренному восстановлению фондовых рынков в Южной Корее и Таиланде в течение второй половины 1998 г. И, напротив, в 1998 г. в Индонезии, Малайзии и Филиппинах продолжилось сокращение долларовой стоимости акций. В Индонезии наблюдалась наихудшая ситуация – в конце 1998 г. рынок акций упал на 38%, а валюта обесценилась на 42%.

Таблица №.17: движение частного капитала*
в страны ВА и ЮВА (млн. долл.)

СТРАНА	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
НИС-4: (% изменения)	86.2	-1.8	40.3	42.5	67.5	-18.2			
Южная Корея	1056.1	5533.1	7499.3	8746.3	12872.6	13669.5	19875.0	17852.0	7371.6
Сингапур	3216.7	1443.2	3320.2	3463.7	5866.5	4274.1			
Гонконг	3477.9	2486.7	1810.9	3990.4	7262.1	3677.2	7773.1		
Тайвань	425.7	-1411.7	-1342.3	-111.4	957.0	426.1	2454.7		
АСЕАН-4: (% изменения)	28.0	43.8	8.9	63.4	5.9	46.8	32.5	-40.8	-47.6
Индонезия	3235.0	3449.5	4550.4	1058.8	7745.1	11523.4	16166.6	10863.0	-3758.6
Малайзия	769.3	4158.7	6069.9	11260.9	8457.6	10102.0	12804.7	9312.2	8294.7
Филиппины	639.2	398.1	-769.3	3267.0	3867.8	4309.0	4988.3	4413.9	2586.4
Таиланд	4399.0	4989.1	4296.8	7538.4	4432.1	10039.8	13701.5	3604.6	7661.6
	8106.8	7511.8	21298.8	39550.4	44392.4	43668.9	50099.7	60827.8	44524.7
Китай (% изменения)	12.7	-7.3	183.5	85.7	12.2	-1.6	14.7	21.4	-26.8

Источник: Key Indicators of Developing Asian and Pacific Countries. Asian Development Bank, 2000. * – включает: чистые прямые и портфельные иностранные инвестиции, долгосрочный государственный долг перед частными кредиторами и совокупный частный негарантированный долг.

Интеграция развивающихся стран с международными рынками капитала принесла им не только выгоды, но и проблемы. С одной стороны, доступ к иностранным ресурсам помогал финансировать экономическое развитие азиатских реципиентов. С другой стороны, страны, открытые для иностранных денежных ресурсов, становятся сильно зависимы от них. Масштабный отток капитала может приводить к резкой девальвации валюты, финансовой нестабильности и глубокому эконо-

мическому спаду. Эту зависимость подчеркнули мексиканский (1994-1995) и азиатский (1997-1998) валютные кризисы.

Так, в 1996 г. приток капитала в Южную Корею и АСЕАН-4, быстро возраставший в 90-х гг., достигнул \$97 млрд., а в 1997 г. эти страны зафиксировали чистый отток в \$12 млрд.⁵⁸

Капиталы могут быть “притянуты” факторами внутренними (например, благоприятными экономическими реформами и инвестиционным климатом в странах-реципиентах) или “вытолкнуты” внешними (такими как низкие процентные ставки или неблагоприятные экономические условия в развитых странах). Некоторые исследователи из США определили, что американские портфельные инвестиции в Азию в 1986-1995 гг. относятся преимущественно к внутренним (ожидание высоких инвестиционных доходов), а не к внешним (низкие процентные ставки в США) факторам.⁵⁹ Другой фактор, влияющий на движение капитала, особенно ПИИ, это – колебания валютных курсов. В конце 80-х гг. вздорожание иены на 50% по отношению к доллару послужило усилению конкурентоспособности НИС-4 (особенно Южной Кореи, Тайваня и Сингапура) и изменению японских инвестиций в страны ЮВА с низкзатратным производством (особенно в Малайзию и Таиланд). Вследствие удорожания иены японские ПИ в Азию не только выросли, но и в некоторой степени вытеснили американские ПИ в этом регионе. Кроме того, японские ПИ стимулировали рост японского экспорта в страны Восточной Азии, тогда как американские ПИ – восточно-азиатский экспорт в США.

Расширение притока капитала в развивающиеся страны в 90-х гг. частично приписывается политике фиксированных валютных курсов, которая способствовала не только развитию предпринимательства и

⁵⁸ Pierre Poret. “Liberalising Capital Flows: Lessons from Asia. pp.1-3. (www.oecd.org)

банков, но и, в некоторых случаях, ухудшению конкурентоспособности. Введение более гибких валютных режимов, таких как режим плавающих валютных курсов, могло бы эффективнее регулировать приток капитала в РС АТР.⁶⁰

**Таблица №.18: баланс операций с капиталом
и финансовыми инструментами (млн. долл.)**

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Япония										
Счет операций с капиталом	-1'060	-1'200	-1'300	-1460	-1'850	-2'230	-3'290	-4'050	-14'450	-16'470
Финансовый счет	-30'710	-67'660	-100280	-102210	-85'110	-63'980	-28'100	-118'050	-116760	-31'110
ПИИ	-48'720	-30'330	-14'630	-13'710	-17'180	-22'470	-23'240	-22'860	-21'350	-9'960
Портфельные	8'880	45'710	-24'380	-69'850	-27'440	-26'260	-33'810	32'130	-39'180	-27'480
Южная Корея										
Счет операций с капиталом	-331	-330	-407	-475	-437	-488	-598	-608	171	-309
Финансовый счет	2'896	6'741	6'994	3'216	10'732	17'273	23'924	-9'195	-8'438	11'166
ПИИ	-263	-309	-433	-752	-1'352	-1'776	-2'345	-1'605	616	4'754
Портфельные	84	3'055	5'803	10'014	6'120	11'591	15'185	14'295	-1'878	8'825
Другие инвестиции	3'075	3'995	1'625	-6'047	6'264	7'459	11'085	-21'885	-7'176	-2'413
Сингапур										
Счет операций с капиталом	-22	-34	-38	-71	-84	-71	-139	-173	-226	-191
Финансовый счет	3'948	2'345	1'793	-1'212	-8'841	-4'734	-5'198	-13'234	-21'314	-17'367
ПИИ	3'541	4'361	887	2'534	3'973	925	2'050	-774	7'018	3'042
Портфельные	-1'083	-907	2'490	-4'966	-7'726	-7'359	-11'015	-12'909	-7'844	-7'085
Другие инвестиции	14'44	-1'109	-1'584	1'220	-5'088	1'700	3'767	448	-20'487	-13'324
Тайвань										
Счет операций с капиталом	-156	-443	-393	-328	-344	-650	-653	-314	-181	-173
Финансовый счет	-15'150	-2'228	-6'910	-4'629	-1'397	-8'190	-8'633	-7'291	2'495	13'044
ПИИ	-3'913	-784	-1'088	-1'694	-1'265	-1'424	-1'979	-2'995	-3'614	-1'494
Портфельные	-1'006	45	444	1'067	905	493	-1'045	-7'953	-2'412	9'079
Другие инвестиции	-10'231	-1'489	-6'226	-4'002	-1'037	-7'259	-5'609	3'657	8'521	5'459
Индонезия										
Финансовый счет	4'495	5'697	6'129	5'632	3'839	10259	10847	-603	-9638	-
ПИИ	1'093	1'482	1'777	2'003	1'500	3'742	5'594	4'525	-400	-
Портфельные	-93	-12	1'122	1'805	3'877	4'100	5'005	-2'509	-1'878	-2'335
Другие инвестиции*	3'495	4'227	3'093	1'740	-1'818	2'298	190	1'267	-	-
Малайзия										
Финансовый счет	1'784	5'621	8'746	10'805	1'288	7'639	9'479	2'742	-	-
ПИИ	2'332	3'998	4'062	5'371	4'425	6'642	5'369	7'055	2'758	3'083
Другие инвестиции*	501	1'867	4'743	5'441	-3'381	969	4'147	-4'825	-5'220	-9'463

⁵⁹ Reuven Glick. "Capital Flows and Exchange Rates in the Pacific Basin" 1998, pp.1-5 (www.frbsf.org)

⁶⁰ Blondal S., et. al. OECD Working Paper №.211, 1999. (www.oecd.org)

Филиппины										
Финансовый счет	2'057	2'927	3'208	3'267	5'120	5'309	11'277	6'498	483	-1190
ПИИ	528	529	675	864	1'289	1'361	1'338	1'113	1'592	871
Портфельные	-48	125	62	-52	269	248	2'142	-1'027	-1'003	449
Другие инвестиции*	693	1'184	1'293	2'307	2'315	1'220	3'381	5'319	1'219	1'106
Таиланд										
Финансовый счет	9'098	11'759	9'475	10'500	12'167	21'909	19'486	-16'877	-14'454	-9'360
ПИИ	2'402	1'415	1'544	1'404	903	1183	1'406	3'365	6'999	5'301
Портфельные	457	48	531	4'128	1'908	4'005	3'084	4'401	-43	1'027
Другие инвестиции*	5'282	5'276	3'895	4'549	-4'522	16'733	15'015	-16'838	-16'464	-12'435
Китай										
Счет операций с капиталом	-	-	-	-	-	-	-	-21	-47	-26
Финансовый счет	3'255	8'032	-250	23'474	32'645	38'674	39'966	21'037	-6'275	7'667
ПИИ	2'657	3'453	7'156	23'115	31'787	33'849	38'066	41'673	41'117	36'978
Портфельные	-241	235	-57	3'049	3'543	789	1'744	6'804	-3'733	-11'234
Другие инвестиции*	839	4'344	-7'349	-2'690	-2'685	4'035	156	-25'520	-43'707	-18'077

*— учитывают краткосрочный и долгосрочный капитал.

Источники: Key Indicators of Developing Asian and Pacific Countries. Asian Development Bank 2000; IMF International Financial Statistics Yearbook 2000. IMF, Washington.

2.3. «Платежный баланс и внешняя задолженность».

Совокупность всех доходов платежного баланса приблизительно отражает предложение иностранной и, соответственно, спрос на национальную валюту; совокупность всех платежей в том же балансе приблизительно отражает спрос на иностранную и, соответственно, предложение национальной валюты. Таким образом, движение валюты из страны в страну образует валютный рынок, на котором спрос и предложение валюты определяются платежным балансом.⁶¹

Как показано в таблице №19, в 90-х гг. несколько азиатских стран, валюты которых потерпели крах в 1997 г., переживали ощутимый дефицит БТО. Лоуренс Саммерс отметил в журнале "The Economist", что "необходимо уделять большое внимание любому дефициту БТО, превышающему 5% ВВП, особенно если он финансируется таким образом, который может привести к резкому оттоку капитала."⁶²

Таблица №19: баланс текущих операций (в % к ВВП) * – прогноз.

СТРАНЫ	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Япония	-	2.0	3.0	3.1	2.8	2.2	1.4	2.2	3.2	3.6	3.4*
Южная Корея	-1.24	-3.16	-1.70	-0.16	-1.45	-1.91	-4.82	-1.90	13.1	7.1	4.1
Сингапур	9.45	12.36	12.38	8.48	18.12	17.93	16.26	13.90	20.9	18.0	23.6
Гонконг	8.40	6.58	5.26	8.14	1.98	-2.97	-2.43	-3.75	0.6	1.2	3.7
Тайвань	7.42	6.97	4.03	3.52	3.12	3.05	4.67	3.23	1.3	2.0	3.0
Индонезия	-4.40	-4.40	-2.46	-0.82	-1.54	-4.27	-3.30	-3.62	3.4	2.7	7.3
Малайзия	-2.27	-14.01	-3.39	-10.11	-6.60	-8.85	-3.73	-3.50	15.7	9.6	9.9
Филиппины	-6.30	-2.46	-3.17	-6.69	-3.74	-5.06	-4.67	-6.07	2.0	2.5	11.6
Таиланд	-8.74	-8.01	-6.23	-5.68	-6.38	-8.35	-8.51	-2.35	12.2	8.8	7.8
Китай	3.02	3.07	1.09	-2.19	1.16	0.03	0.52	3.61	2.4	1.7	1.5

Источник: Corsetti et al. 1998 NBER WP №.w6833 (tables); Япония – IMF World Economic Outlook 2000. (Данные о БТО за 1990-1997 гг., кроме Японии, основаны на счетах национальных доходов (national income account)).

Таиланд и Малайзия – страны, постоянно сводившие БТО в течение 1990-1997 гг. с большим дефицитом. Дефицит в Таиланде составлял более 6% практически каждый год, а к 1995-1996 гг. возрос до 9% ВВП.

⁶¹ Меньшиков С.М. "Новая Экономика". Москва, 1999. с.310.

В Малайзии, также как и в Таиланде, наблюдался большой дефицит БТО – более 10% ВВП в 1993 г., однако, в отличие от Таиланда он медленно снижался, и в 1996 г. составил 3,7% ВВП. На Филиппинах дефицит БТО превышал 5% ВВП в течение четырех лет и на протяжении 90-х гг. был постоянно высоким.

В начале 90-х гг. отрицательное сальдо БТО в Южной Корее было невелико (1-3% ВВП), и в 1993 г. сократилось фактически до нуля. Однако, начиная с 1993 г. стало быстро возрастать и в уже 1996 г. составило 5% ВВП. Из таблицы №.16 можно проследить, что эти дефициты образовались в основном в результате значительного отрицательного сальдо торгового баланса.

Доля дефицита БТО в ВВП Индонезии после двукратного увеличения в 1995 г. фактически стабилизировалась и даже в 1997 г. не превысила 4%. Однако значительное снижение цен на нефть в начале 1998 г., доля которой в экспорте Индонезии на протяжении 90-х гг. оставалась еще значительной, существенно обострила проблему дефицита БТО.

В течение 1990-1993 гг. Гонконг сводил БТО с активом, составлявшим в среднем более 7% ВВП. Однако после 1993 г. ситуация существенно ухудшилась. В 1994 г. активное сальдо сократилось до 2% ВВП, а в 1995-1996 гг. переросло в дефицит, составивший более 2% ВВП. В Сингапуре на протяжении 90-х гг. наблюдался значительный актив БТО. В 1990-1993 гг. он составлял в среднем около 10% ВВП, а в 1994-1996 гг. вырос до 16% ВВП. В Китае в 1990-1992 гг. БТО также сводился с активом (1,5% ВВП), но в 1993 г. актив перерос в дефицит – 2% ВВП. После 1993 г. БТО сводился с активом, но в среднем не превышавшем

⁶² "The Economist", Dec.23 1995–Jan.5 1996, p.46.

1% ВВП. И, наконец, на Тайване в начале и середине 90-х гг. БТО неизменно сводился с активом, но его доля в ВВП понижалась.

В 1997 г. первыми подверглись валютной "атаке" именно те страны, которые на протяжении 90-х гг. имели значительные дефициты БТО, в основном вследствие больших торговых дефицитов (см. таблицу №.16). В 1997 г. удорожание доллара относительно валют "высокодефицитных" стран – Таиланда, Малайзии, Филиппин, Индонезии и Южной Кореи составило соответственно 78%, 52%, 52%, 151% и 107%.

И, напротив, страны с менее дефицитным или активным БТО не пережили столь сильного обесценения своих валют, как пять вышеупомянутых стран. В 1997 г. китайская валюта обесценилась лишь на 2%; валютный паритет Гонконга относительно доллара был успешно сохранен; попавшие под кризисную волну валюты Тайваня и Сингапура обесценились на 18%, что значительно разнится от соответствующего показателя пяти кризисных стран (АСЕАН-4 + Южная Корея).⁶³

Таблица №.20: сальдо платежного баланса (млн. долл.)

Страна	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Япония	-9090	-8390	62	27470	25270	58610	35140	6570	-6160	76260
Южная Корея	-1186	-1143	3708	3008	4646	7045	1389	-23039	25962	33247
Сингапур	5458	4204	6114	7522	4780	8589	7381	7985	2976	4319
Гонконг	–	–	–	–	–	–	–	12282	-6940	9505*
Тайвань	-3918	9659	1367	1541	4622	-3931	1102	-728	4827	18593
Индонезия	2251	1528	1743	741	526	1516	4451	-3387	2336	3136
Малайзия	1982	1246	6585	11390	-3537	-1714	2491	-3686	10239	4689
Филиппины	-93	2103	1492	-166	1802	631	4107	-3363	1359	3839
Таиланд	3790	4148	3043	3914	4175	7236	2169	-10649	1734	4584
Китай	12047	14537	-2060	1769	30453	22469	31705	35857	6248	8652

Источники: Key Indicators of Developing Asian and Pacific Countries. ADB 2000;
Япония – IMF International Financial Statistics Yearbook 2000. IMF, Washington.

*– прогноз.

Поскольку БТО равен разнице между национальными сбережениями и капиталовложениями, то дефицит может возникнуть в резуль-

тате как уменьшения сбережений, так и увеличения капиталовложений. Общий смысл состоит в том, что для устойчивости БТО менее “опасны” заграничные займы, которые идут на финансирование новых инвестиционных проектов, дают прирост производственных мощностей и обеспечивают крупные поступления от экспорта в будущем, а не высокий уровень потребления, означающий низкую норму сбережений. Поэтому дефицит БТО считается более проблематичным, если он связан со снижением нормы сбережений, а не с ростом нормы инвестирования.

Данные по нормам инвестиций представлены в таблице №.6 (см. гл. I). В отличие от латиноамериканских стран, переживших валютный и финансовый кризисы, для азиатских стран высокие нормы инвестиций характерны на всем протяжении 90-х гг. В большинстве стран эта норма составляла 30% ВВП, а в некоторых случаях даже превышала 40%, за исключением Филиппин и Тайваня, где она варьировала в пределах 20-25%.

Нужно, конечно, рассмотреть, действительно ли нормы инвестиций, превышавшие 40% ВВП, представляют реальное накопление производительного капитала в этих странах. Полагают, что эти нормы были завышены, поскольку некоторые формы “инвестирования” в азиатских странах попросту могли быть скрытой формой потребления. Например, глава аналитического отдела Таиландского брокерского дома считает, что “в Таиланде практически не существует четкого разделения между инвестициями и потреблением...” Например, одной из наиболее ярких иллюстраций чрезмерного инвестирования являлись пяти-звездочные гостиницы. Империя каждого семейного бизнеса стремилась перегнать в роскоши отделки своих отелей и друзей, и врагов. Это аспект он назвал “показным инвестированием”.

⁶³ Corsetti, et al. “What caused the Asian currency and financial crisis?” 1998 NBER WP №.w6833, p.8.

Эффективность инвестиционных проектов измеряется стандартным показателем – приростной эффективностью капиталовложений (ICOR – incremental capital output ratio). Однако этот показатель не дает точной информации, если в некоторых секторах экономики (например, в секторе недвижимости или в некоторых производственных секторах) сконцентрированы низкокачественные инвестиции. Тем не менее, как показатель общей эффективности капиталовложений, его уровень и изменения во времени дают общую оценку производительности капитала.⁶⁴

Таблица №.21: показатель капиталоемкости (ICOR).

СТРАНА	1987-92	1993-96	СТРАНА	1987-92	1993-96
Южная Корея	3.8	4.9	Индонезия	4.0	3.8
Гонконг	3.7	6.1	Малайзия	3.7	4.8
Сингапур	3.6	4.0	Филиппины	6.0	5.5
Тайвань	2.4	3.9	Таиланд	3.4	5.1
Китай	3.1	2.9			

Источник: Corsetti et al. 1998 NBER WP №.w6833 (tables).

Таблица №.21 показывает, что приростная капиталоемкость ВВП в ВА и ЮВА, исключая Китай и Тайвань, была на высоком уровне, причем в период 1993-1996 гг. она в этих странах, за исключением Индонезии и Филиппин, резко повысилась. Рост ICOR свидетельствует о том, что уже в течение последних четырех предшествующих кризису лет эффективность инвестиций в регионе падала.

Кризис 1997-1998 гг. в Южной Корее спровоцировала прежде всего серия банкротств крупных конгломератов, которые заняли очень много средств на проведение своих инвестиционных проектов. В 1997 г. и до того, как валютный кризис охватил экономику, по меньшей мере, семь из тридцати основных конгломератов находились на грани банкротства. Таблица №.22 показывает, что у 30 "чеболь" среднее отноше-

⁶⁴ Там же, p.14.

ние заемных средств к собственному капиталу составляло 333% (для сравнения в США это отношение равняется чуть более 100%). В 1997 г. у "чеболь", которые обанкротились или имели финансовые трудности, это соотношение было еще выше. Например, в "Самми", обанкротившейся в январе 1997 г., или в "Джинро груп". Данная таблица также показывает, что рентабельность, исчисляемая чистой прибылью, находилась на очень низком уровне.

Таблица №.22: коэффициент задолженности 30 ведущих южнокорейских "чеболь" (в %, на конец 1996 г.)

<i>Чеболь</i>	<i>Коэффициент задолженности</i>	<i>Чистая прибыль</i>	<i>Чеболь</i>	<i>Коэффициент задолженности</i>	<i>Чистая прибыль</i>	<i>Чеболь</i>	<i>Коэффициент задолженности</i>	<i>Чистая прибыль</i>
Samsung	268.2	1,8	Kumho	477.9	-0,2	Lotte	191.2	0,5
Hyundai	439.1	1,8	Doosan	692.3	-1,1	Kolon	316.5	0,2
Daewoo	337.3	3,6	Halla	2067.6	0,2	Haitai	658.3	0,4
LG	346.5	3,6	Sammi	3245.0	-2,5	Sinho Jaeji	489.5	-0,1
Hanjin	556.9	-1,9	Hyosung	373.2	0,4	Anam Industrial	478.1	0,1
Kia	523.6	-1,3	Hanil	563.2	-1,2	New Core	1224.0	-0,2
Ssangyong	409.0	-1,0	Donga Construction	355.0	0,4	Dongguk Muyok	587.9	0,2
Sunkyong	385.0	2,9	Kohap	589.5	0,3	Bongil	920.5	-0,9
Hanhwa	778.2	-1,8	Jinro	8598.7	-1,6	Hansol	343.2	-0,1
Daelim	380.1	0,1	Dongguk Jaekank	210.4	0,9	Hansin Kongyong	648.8	0,0

Источник: Corsetti et al. 1998 NBER WP №.w6833 (tables).

Таблица №.23 представляет данные о прибыли на инвестированный капитал (ПИК) для пяти несостоятельных компаний за период 1992-1996 гг. В условиях базисной ставки по ссудам первоклассным заемщикам (prime rate) в национальной валюте, которая до кризиса составляла до 12%, ПИК для этих компаний (за исключением "Киа") в период 1992-1996 гг. была значительно ниже процентной ставки. В конце 1996 г. ПИК для "Ханбо", "Самми" и "Джинро" составила 1.7%, 3.2% и 1.9%, соответственно. Конгломераты, обанкротившиеся в 1997 г., имели самые низкие показатели доходности, и, согласно данным за первую по-

ловину 1997 г., ПИК была ниже процентной ставки для 20 из 30 "чеболь".

Таблица №.23: доходность некоторых южнокорейских "чеболь". (ПИК в 1992-1996 гг).

<u>"Чеболь"</u>	<u>1992-1996</u>	<u>1996</u>
Hanbo	3.0%	1.7%
Sammi	2.9%	3.2%
Jinro	2.7%	1.9%
Kia	18.9%	8.7%
Dainong	6.8%	5.5%

Источник: Corsetti et al. 1998 NBER WP №.w6833 (tables).

В Южной Корее большинство инвестиционных проектов "чеболь" было сконцентрировано в производственном секторе. Между тем, в других странах проблемы, связанные с перепроизводством и переинвестированием, напротив, сконцентрировались в непроизводственном секторе. О низкой доходности таких инвестиционных проектов свидетельствуют данные, приведенные в таблице №.4 (см. гл. 1.1).

Как отмечалось выше, БТО наиболее устойчив в том случае, если его дефицит финансируется за счет прямых иностранных инвестиций, а не за счет краткосрочных капиталов, которые при любом неблагоприятном изменении в "атмосфере" рынка могут резко утек из страны. Приток капитала из официальных источников носит более стабильный характер и менее подвержен утечке в краткосрочной перспективе, в отличие от частных источников; ссуды иностранных банков обладают меньшей текучестью, чем движение портфельного капитала. Внешняя устойчивость страны зависит также от валютного компонента ее внешнего долга. Займы в инвалюте обычно связаны с большим притоком капитала по низким процентным ставкам, а не с эмиссией долговых обязательств, выраженных в национальной валюте (поскольку менее рискованные инвесторы, обеспокоенные инфляцией и валютным риском, предпочитают активы в твердой валюте). Однако наличие больших долгов в

инвалюте может обострить валютный кризис, так как обесценение национальной валюты увеличивает реальное бремя внешнего долга. К примеру, в 1995 г. в Мексике обесценение валюты, вкупе с большим количеством краткосрочных долларовых обязательств, породило кризис ликвидности, который чуть не обернулся полным дефолтом.

В таблице №.24 представлена степень, в которой азиатские государства финансировали дефициты БТО за счет притока ПИИ. Такие страны как Южная Корея и Таиланд финансировали лишь незначительную часть своих дефицитов за счет ПИИ (в 1996 г. – 10% в Южной Корее и 16% в Таиланде). Однако другие страны, такие как Индонезия, Малайзия и Филиппины, полагались главным образом на ПИИ (в 1992-1995 гг. – 60-90% в Индонезии, от 90 до более 100% в Малайзии в 1992-1997 гг., в среднем около 45% на Филиппинах в 90-е гг.)

Таблица №.24: доля ПИИ в финансировании дефицита БТО (%)

СТРАНА	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Южная Корея	45.16	14.19	18.43	-59.39	20.92	20.88	10.11	34.82
Индонезия	36.58	34.79	63.92	95.16	75.54	67.58	80.83	97.11
Малайзия	268.05	95.58	239.18	180.13	98.27	90.10	110.84	139.28
Филиппины	19.67	52.61	22.80	41.05	43.93	74.65	38.38	29.12
Таиланд	33.57	26.60	33.52	28.35	16.90	15.26	15.90	103.84

Источник: Corsetti et al. 1998 NBER WP №.w6833 (tables).

Важно заметить, что чистый приток капиталов, кроме ПИИ, (портфельные активы, облигации, портфельные акции, займы банков) зачастую превышал дефицит БТО и чистый приток ПИИ. Следовательно, платежные балансы сводились с активом, т.е. происходило накопление валютных резервов (см. таблицу №.25).

Таблица №.25: рост золотовалютных резервов в 1990-1996 гг.

Южная Корея	127%	Сингапур	176%
Индонезия	144%	Таиланд	183%
Малайзия	176%	Гонконг	159%
Филиппины	985%	Китай	261%

Наличие большого валютного запаса облегчает финансирование дефицита БТО и усиливает доверие к валютному курсу. Золотовалютные резервы и небольшой внешний долг снижают риск заражения от внешних кризисов и позволяет государству финансировать дефицит БТО при относительно меньших затратах. Хорошим показателем адекватности валютных запасов является отношение денежных активов к валютному резерву, поскольку, в случае валютного кризиса или паники, все ликвидные денежные средства потенциально могут быть конвертированы в инвалюту.

Таблицы №.26 и 27 показывают отношение денежного агрегата М1 и М2 к золотовалютному резерву ((М1/FX) и (М2/FX)). Для сравнения стоит напомнить, что накануне кризиса мексиканского песо (ноябрь 1994 г.), М2/FX в Мексике равнялось 9.1, а в Бразилии и Аргентине, странах наиболее пострадавших от “эффекта текилы”, – 3.6.

Таблица №.26: отношение М1 к золотовалютным резервам (M1/FX).

<i>СТРАНА</i>	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Южная Корея	1.50	2.16	1.84	1.79	1.57	1.54	1.44	1.81
Сингапур	0.30	0.28	0.28	0.29	0.26	0.26	0.25	0.26
Гонконг	–	0.45	0.46	0.45	0.40	0.35	0.35	0.23
Тайвань	0.99	0.98	1.18	1.27	1.28	1.32	1.42	1.55
Индонезия	1.73	1.48	1.30	1.44	1.58	1.53	1.21	1.62
Малайзия	0.96	0.93	0.81	0.69	0.84	1.07	1.16	1.46
Филиппины	4.14	1.21	1.05	1.13	1.01	1.19	0.89	1.24
Таиланд	0.57	0.50	0.48	0.48	0.47	0.43	0.44	0.52
Китай	4.95	3.87	10.30	12.99	4.72	4.07	3.45	3.24

Таблица №.27: отношение М2 к золотовалютным резервам (M2/FX).

<i>СТРАНА</i>	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Южная Корея	6.48	8.33	7.20	6.91	6.45	6.11	6.51	10.50
Сингапур	1.23	1.18	1.17	1.05	1.06	1.05	1.03	1.17
Гонконг	–	5.43	4.84	4.54	4.43	4.35	4.25	4.18
Тайвань	3.20	3.36	4.28	4.61	4.78	5.35	5.78	6.30
Индонезия	6.16	5.51	5.61	6.09	6.55	7.09	6.50	7.37
Малайзия	2.91	2.99	2.64	2.09	2.47	3.33	3.66	4.99
Филиппины	16.33	4.82	4.35	4.90	4.86	5.86	4.50	6.97
Таиланд	4.49	4.10	4.10	4.05	3.84	3.69	3.90	5.29

Китай	10.37	8.00	21.39	26.93	10.29	9.65	8.55	7.76
-------	-------	------	-------	-------	-------	------	------	------

Источник: Corsetti et al. 1998 NBER WP №.w6833 (tables).

В 1996-1997 гг. в большинстве азиатских государств соотношение между M2 и золотовалютными резервами было крайне высоким. В конце 1996 г. в Южной Корее этот показатель составил 6.5, а в первом квартале 1997 г. вырос почти до 7. В Индонезии этот показатель повышался на всем протяжении 90-х гг. и в 1995 г. достиг пиковой величины – 7,09. В Малайзии он был несколько ниже, хотя и вырос с 2,9 в 1990 г. до 3,7 в 1996 г., на Филиппинах снизился незначительно с 4,8 в 1990 г. до 4.5 в 1996 г. в Таиланде понизился с 4,5 в 1990 г. до 3,9 в 1996 г., в Сингапуре в 1990 г. этот показатель не превышал 1,2, а в 1996 г. и вовсе упал до 1,03, в Гонконге и Китае в 1996 г. M2/FX равнялся 4,2 и 8,5 соответственно.

Величина показателя M1/FX ниже в отличие от показателя M2/FX, который включает “квази-деньги”. В конце 1996 г. этот показатель был выше единицы в таких странах как Китай (3,45), Южная Корея (1,44), Индонезия (1,21) и Малайзия (1,16). В Сингапуре, Гонконге, Таиланде и Филиппинах он был ниже единицы – 0,25, 0,35, 0,44 и 0,89 соответственно. Следует заметить, что в Китае, где отношения показателей M1/FX и M2/FX были наиболее высоки, возможность резидентов конвертировать национальные ликвидные активы в инвалюту была строго ограничена жесткой системой контроля за движением капитала, в большинстве стран АТР отсутствовавшей.

В таблице №.28 приведен еще один показатель, подтверждающий слабость финансовой системы стран ВА и ЮВА, это – отношение краткосрочной внешней задолженности к золотовалютным резервам. В конце 1996 г. в Южной Корее, Индонезии и Таиланде, краткосрочный

внешний долг превышал величину золотовалютных резервов более чем в полтора раза.

**Таблица №.28: краткосрочные внешние обязательства
в конце 1996 г. (в % от золотовалютных резервов).**

Южная Корея	213%	Филиппины	77%
Индонезия	181%	Таиланд	169%
Малайзия	47%	Китай	36%

Это означает, что к концу 1996 г. в случае кризиса ликвидности, валютных запасов Южной Кореи, Индонезии и Таиланда не хватило бы для покрытия краткосрочных обязательств, не говоря уже об уплате процентов и погашении основной суммы по долгосрочным кредитам. Если же учесть платежи процентов и погашения по долгосрочным кредитам, то в этом случае даже Малайзия и Филиппины не смогли бы выполнить обязательства.

Для финансирования разницы между инвестициями и сбережениями, страна может либо урезать свои заграничные активы, либо занять средства за границей. В любом случае превышение капиталовложений над сбережениями ведет к снижению чистых заграничных активов (внешние активы минус внешние обязательства) страны. Если такой дефицит БТО нарастает из года в год, то чистые заграничные активы могут упасть до нуля, а страна стать чистым должником. Если страна каждый год потребляет и инвестирует больше, чем производит, то со временем ей придется занимать средства для финансирования дефицита БТО (превышение инвестиций и потребления над ВВП или капиталовложений над сбережениями), а внешний долг будет увеличиваться. В течение 90-х гг., все азиатские "кризисные страны" сводили БТО с очень большими и растущими дефицитами, так как их национальный доход был меньше потребления и инвестиций, а капиталовложения превышали

сбережения; и это привело к накоплению значительного внешнего долга.⁶⁵

Совокупный внешний долг НИС-4, АСЕАН-4 и Китая вырос с \$694 млрд. в 1997 г. до \$713 млрд. в 1998 г. Долгосрочный внешний долг региона вырос с \$450 млрд. в 1997 г. до \$539 млрд. в 1998 г. Долг перед официальными кредиторами увеличился главным образом за счет экономической помощи. Долгосрочный долг перед частными кредиторами возрос с \$287 млрд. в 1997 г. до \$354 млрд. в 1998 г., в том числе вследствие конверсии краткосрочного долга в долгосрочные обязательства и попыток кредиторов урезать краткосрочные вложения в ВА и ЮВА. В результате величина краткосрочного долга снизилась с \$187 млрд. в 1997 г. до \$128 млрд. в 1998 г. Кроме того, изменилась структура долга, так как вследствие правительственных гарантий частных долгов величина долгосрочного государственного и гарантированного государством долга выросла с \$310 млрд. в 1997 г. до \$453 млрд. в 1998 г.⁶⁶

На конец января 1998 г. внешний долг Индонезии насчитывал более \$147 млрд., \$84 млрд. из них, или 60%, относились к частному сектору.

Согласно индонезийским данным, в конце 1997 г., когда курс рупии понизился до 4 тыс. за долл., жизнеспособность более 40% банков находилась под серьезной угрозой.⁶⁷

В 1998 г. совокупный внешний долг НИС-4 составил \$230 млрд., львиная доля которых принадлежала Южной Корее (\$139,1 млрд.). Совокупный внешний долг АСЕАН-4 за тот же период составил \$326 млрд., значительную часть из которых имела Индонезия. Внешний долг Китая равнялся \$154,6 млрд. В 1988-1998 Рост внешнего долга рассмат-

⁶⁵ Nouriel Roubini, "The Introduction to Open Economy: Macroeconomics, Currency Crises and the Asian Crisis". Part 1. 1998.

⁶⁶ World Bank. Baseline Forecast, March 1999. Washington D.C. p.153. (www.worldbank.org)

⁶⁷ В. Амиров, "Страны АСЕАН в центре финансового кризиса". 1998, с.142. «МЭ и МО».

риваемых стран составил от 165% на Филиппинах и до 420% в Гонконге (см. таблицу №.29 б).

Таблица №.29 а): совокупный внешний долг* (в млн. долл.)

СТРАНА	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Юж. Корея	34986	39733	44156	47202	72414	85810	115803	136984	139097
Гонконг	12339	13220	14026	17899	26794	29177	38103	40364	48656
Сингапур	3808	4412	4652	5594	7649	8422	9858	13831	14222
Тайвань	17683	19258	19880	23246	26203	27078	27505	33545	30021
Индонезия	69872	79548	88002	89172	107824	124398	128941	136173	147475
Малайзия	15328	17080	20018	26149	30336	34343	39673	47228	44773
Филиппины	30580	32451	33005	35936	39412	37829	40145	45682	47817
Таиланд	28165	37772	41864	52717	65596	83093	90778	93731	86172
Китай	55301	60259	72428	85928	100457	118090	128817	146697	154599

б): рост внешнего долга в 1988-1998 гг.

Южная Корея	Гонконг	Сингапур	Тайвань	Индонезия	Малайзия	Филиппины	Таиланд	Китай
390%	420%	370%	170%	270%	240%	165%	400%	365%

*Включает государственный и гарантированный государством долгосрочный долг, частный негарантированный долгосрочный долг, краткосрочный долг и кредиты МВФ.

Источник: Key Indicators of Developing Asian and Pacific Countries. Asian Development Bank. (www.adb.org).

Глава 3. «Валютно-финансовый кризис 1997-1998 гг. и экономическая обстановка в странах ВА и ЮВА после кризиса».

3.1. «Валютно-финансовый кризис 1997-1998 гг.»

В течение нескольких декад экономика большинства стран ВА и ЮВА, находясь в условиях фискальных и денежных ограничений, характеризовалась высокими нормами сбережений и инвестиций, здоровым экономическим ростом и умеренными темпами инфляции. Начиная со второй половины 80-х гг. быстрый экономический рост в этих странах сопровождался резким увеличением стоимости активов, особенно курсов акций и цен на землю, а в некоторых случаях быстрым ростом краткосрочных зарубежных займов. Затем, в середине 90-х гг. произошла серия “шоков” (девальвация китайского юаня и японской иены и резкий спад цен на полупроводники), которые весьма неблагоприятным образом повлияли на экспортные доходы, экономическую активность и цены активов в экономике ряда азиатских стран.

Очевидно, что такие неблагоприятные изменения в экономике АТР увеличили экономическую уязвимость стран ВА и ЮВА перед внешними “шоками”. Бессистемная и незавершенная либерализация в сочетании с фиксированными валютными курсами привела к ухудшению эффективности инвестиций в экономике этих стран. Новым банкам и финансовым компаниям позволяли осуществлять операции без надзора и соответствующей капитализации.⁶⁸

К середине 90-х гг. в ряде стран, которые впоследствии наиболее сильно пострадали от кризиса 1997-1998 гг., выявились серьезные проблемы, связанные со структурой производства и экспорта и характером государственного вмешательства в экономику. Азиатский кризис начался с валютного рынка, затем перекинулся на рынок капиталов, и лишь

⁶⁸ Radelet S., Sachs J. “The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects”. 1998, p.16.

после этого потряс реальный сектор экономики и обострил социальные отношения.⁶⁹

Поскольку финансовые рынки азиатских стран, многие из которых установили неизменные курсы своих национальных валют по отношению к доллару, приспособились к высоким темпам экономического роста, долгое время считалось, что кредитные операции в этом регионе не сопряжены с высоким риском. Операции банков по внешним заимствованиям в США и Японии по низким ставкам процента и вложению полученных средств в экономику РС АТР под более высокий процент были чрезвычайно прибыльными, а ресурсы, вливаемые в эти страны, питали экономический рост по принципу “пирамиды”. Вследствие постоянного притока дополнительных средств стоимость активов росла, что давало возможность для нового притока капитала. Поскольку эти активы приобретались, главным образом, за счет заемных средств, подлежащих рефинансированию, успешно играть в эти игры становилось с каждым днем все труднее, и некоторые участники были вынуждены продавать активы, чтобы погасить задолженность.

Результатом продаж акций и недвижимости стала паника, а задолженность, в большинстве случаев номинированная в инвалюте, по мере падения стоимости национальных валют, стала резко расти. Малазийский ринггит и индонезийская рупия моментально потеряли, по самым скромным подсчетам, около 30-40% своей стоимости. Это означало, что для оплаты задолженности местные дебиторы должны были расплачиваться суммой в местной валюте на 30-40% большей, чем до девальвации. Южнокорейский фондовый рынок сузился более чем на 40%. Стоимость валюты по отношению к доллару понизилась наполовину.

⁶⁹ С.А. Былиняк “Азиатский финансовый кризис: причины и последствия”, “ВОСТОК” №.6, М. 1999, с.79.

Долларовая стоимость активов Южной Кореи снизилась в течение года примерно на $\frac{2}{3}$.

Важным фактором, повлиявшим на этот процесс, послужила экспортная экспансия Китая, которая опиралась на довольно низкую стоимость рабочей силы в отличие от других ведущих азиатских производителей. В условиях роста китайского экспорта национальные производственные мощности стран ВА и ЮВА стали превышать возможности сбыта. Во многих странах региона, по мере перевода вложений из кризисных валют в твердые, валютные резервы, до того выглядевшие вполне достаточными, быстро улетучились.

В Таиланде финансовая паника сопровождалась давлением на валютном рынке и коллапсом бата в июле 1997 г., что побудило инвесторов проверить соответствие валютных и финансовых систем в АТР. Результатом стала волна девальваций и падений фондовых рынков сначала в странах ЮВА, а затем и в остальных странах региона. Через год после девальвации бата относительно доллара стоимость валют в большинстве стран ВА и ЮВА упала на 30-82% (см. таблицу №.30), а величина падения фондовых индексов – примерно 40-60%.

Таблица №.30: динамика валютных курсов.

Июнь 1997 – июль 1998 гг. (%)

<i>СТРАНА</i>	<i>по отношению к доллару США</i>	<i>по отношению к цене</i>
Япония	-18.2	–
Южная Корея	-30.3	-14.1
Гонконг	–	23.1
Сингапур	-16.4	3.0
Тайвань	-18.9	-0.1
Индонезия	-82.4	-78.3
Малайзия	-39.1	-25.0
Филиппины	-35.5	-20.6
Таиланд	-37.5	-23.0
Китай	–	22.9

Источник: АРЕС Economic Outlook. November 1998., p.54. (www.apec.org)

Нарушения в балансовых отчетах банков и заемщиков привели к повсеместным банкротствам и временному прекращению кредитных потоков в большинство "кризисных" стран⁷⁰. В результате экономическая активность в этих странах значительно снизилась.

В начале 1996 г. после пяти лет стагнации экономика Японии начала восстанавливаться. Однако с увеличением налога на потребление в апреле 1997 г. экономика снова впала в рецессию: во втором и третьем квартале уровень активности понизился. Очевидно, что ухудшение экономической ситуации в Японии внесло свой вклад в развитие валютно-финансового кризиса в результате ослабления спроса на импорт из РС АТР. Между тем, поскольку с середины 1995 г. японские власти сохраняли либеральную кредитно-денежную политику и чрезмерно низкие процентные ставки, обесценение иены относительно доллара обострило валютное положение в регионе и в 1997 г. вызвало резкое реальное удорожание азиатских валют, привязанных к доллару.

Важно отметить, что японские банки, уже находившиеся в шатком состоянии после кризиса (искусственного раздувания активов) в 80-х гг. и ослабленные стагнацией экономики в 90-х гг., продолжали масштабные вложения в РС АТР, играя на разнице между низкими процентными ставками в Японии и высокими доходами на вложения за границей. С углублением кризиса в Японии в 1997 г. многие из этих банков понесли убытки, и тогда от них потребовали привести кредитные портфели в соответствии с нормативной базой. Поскольку норматив капитал / активы для иностранных вложений выше, чем для внутренних, из двух зол многие банки выбрали сокращение иностранных кредитов и тем самым сдержали сокращение внутреннего кредитования. Тем временем на банки и фирмы в ЮВА, которые занимали денежные средства у Японии,

⁷⁰ АСЕАН-4 + Южная Корея.

обрушился валютный кризис, в результате чего финансовое положение японских банков и дилерских фирм, осуществляющих торговлю ценными бумагами, ухудшилось.

В отличие от мексиканского кризиса 1994-1995 гг., когда США, являясь главной региональной экономической силой, переживали сильный циклический подъем, стагнация японской экономики в 1997 г., несомненно, усугубила слабость экономической системы в Азии и форсировала развитие валютного кризиса.⁷¹

Экономический кризис, поразивший ВА и ЮВА, стал не результатом нормального циклического спада, а результатом “натисков” на валюты и финансовые системы. Некоторые экономисты утверждают, что эти “натиски” вылились в классическую финансовую панику, которая, в свою очередь, не отражала слабую экономическую политику или плохие институциональные структуры. Как известно, даже хорошо управляемые банки или финансовые посредники уязвимы перед такого рода паникой, потому что традиционным занятием для них является трансформация долговых обязательств, т.е. банки принимают вклады краткосрочного характера (скажем, около трех месяцев), чтобы выдавать ссуды на более долгий период времени (скажем, на год или дольше). В нормальных условиях, банки не имеют проблем с ликвидностью, так как срочность активов в основном отвечает срочности пассивов. Однако, если вдруг все вкладчики решат разом изъять свои средства из какого-либо банка (как в обстановке паники), то этот банк не сможет выполнить свои обязательства, поскольку он не будет иметь для этого достаточно ликвидных средств.

Финансовые институты в ВА и ЮВА принимали на себя значительные внешние обязательства, которые не в полной мере обеспечива-

⁷¹ Corsetti, et al. “What caused the Asian currency and financial crisis?” 1998 NBER WP №.w6833, p.46.

лись ликвидными активами и, в конечном итоге, ставили эти институты в уязвимое положение перед финансовыми “шоками”. В результате некоторые кредитоспособные финансовые институты, на самом деле, превратились в некредитоспособные потому, что они столкнулись с резким прекращением притока иностранных финансовых средств.

Таблица №.31: краткосрочная задолженность

(в % к золотовалютным резервам).

<i>СТРАНА</i>	<i>1990</i>	<i>1991</i>	<i>1992</i>	<i>1993</i>	<i>1994</i>	<i>1995</i>	<i>1996</i>
Южная Корея	72.13	81.75	69.62	60.31	54.06	171.45	203.23
Сингапур	2.65	2.67	2.35	2.04	1.75	1.78	2.60
Гонконг	23.52	21.78	18.38	17.09	16.49	14.16	22.35
Тайвань	21.56	20.21	21.00	23.64	21.76	21.64	21.31
Индонезия	149.28	154.62	172.81	159.70	160.36	189.42	176.59
Малайзия	19.54	19.05	21.12	25.51	24.34	30.60	40.98
Филиппины	479.11	152.31	119.37	107.68	95.00	82.85	79.45
Таиланд	62.55	71.31	72.34	92.49	99.48	114.21	99.69
Китай	31.49	24.68	66.76	68.33	33.04	29.62	21.31

Таблица №.32: платежи по обслуживанию + краткосрочная задолженность *(в % к золотовалютным резервам).*

<i>СТРАНА</i>	<i>1990</i>	<i>1991</i>	<i>1992</i>	<i>1993</i>	<i>1994</i>	<i>1995</i>	<i>1996</i>
Южная Корея	127.43	125.90	110.35	105.66	84.90	204.93	203.23
Гонконг	30.51	26.87	22.82	20.64	22.02	16.82	–
Тайвань	23.92	22.29	23.08	25.21	23.69	24.20	–
Индонезия	282.92	278.75	292.03	284.79	277.95	309.18	294.17
Малайзия	63.96	45.87	45.55	42.37	48.73	55.92	69.33
Филиппины	867.64	256.99	217.08	212.60	171.98	166.60	137.06
Таиланд	102.35	99.34	101.34	120.28	126.54	138.13	122.62
Китай	55.34	43.70	108.55	113.74	54.08	49.61	38.46

Источник: Corsetti et al. 1998 NBER WP №.w6833 (tables).

Признаками приближения валютно-финансовых кризисов являются: высокая инфляция, переоценка курса валюты, большой дефицит платежного баланса, завышенный объем внутреннего кредитования и быстрый рост индексов фондового рынка. Все эти признаки перегрева экономики, кроме инфляции, были характерны для стран ВА и ЮВА, которые впоследствии наиболее пострадали от кризиса.⁷²

⁷² С.А. Былиняк “Азиатский финансовый кризис: причины и последствия”, “ВОСТОК” №.6, М. 1999, с.79.

Вероятно, вообще не существует ни какой позитивной корреляции между завышением курсов валют и масштабом спекулятивных "атак". Даже если такая переоценка валют на самом деле была в некоторых странах, то ее величина не была столь значительной, чтобы стать основной причиной кризиса.⁷³

По глубине кризиса страны ВА и ЮВА значительно отличаются друг от друга. Наиболее глубокий кризис наблюдался в странах с наиболее уязвимыми финансовыми секторами (особенно в Индонезии, Южной Корее и Таиланде). Напротив, в странах с наиболее здоровыми и хорошо капитализированными финансовыми институтами (например, в Сингапуре) экономический спад не был столь глубоким, как в АСЕАН-4 и Южной Корее, даже несмотря на снижение экономической активности и стоимости активов. Предпосылкой для коллапса тайландского бата и южнокорейского вона послужили довольно слабые финансовые секторы в этих странах, особенно неплатежеспособность местных заемщиков по своим долгам. В Индонезии, сразу после наступления кризиса, стало ясно, что национальные кредитно-финансовые институты не способны адекватно отслеживать финансовое состояние своих заемщиков.

Две черты были присущи ряду стран, испытавших кризис. Во-первых, финансовые посредники не всегда могли или не всегда хотели пользоваться деловыми критериями при распределении кредитов. В одних случаях "крепко повязанным" заемщикам вообще нельзя было отказать в кредите; в других случаях плохо управляемые фирмы могли получать кредиты только на то, чтобы выполнять политические задачи, поставленные правительством. Экономическая история показывает, что

⁷³ Ohno K. "Exchange Rate Management in Developing Asia", ADBI WP 1999. Tokyo. p.5.

кумулятивный эффект такого кредитования может привести к крупным потерям.⁷⁴

Во-вторых, не ожидалось, что в случае финансового краха финансовые посредники понесут его издержки в полном объеме. Такое обстоятельство ограничивало стремление финансовых посредников к эффективному управлению рисками, особенно, если они были защищены от потерь явными или скрытыми государственными гарантиями, например, потому что правительство не могло переложить издержки финансовых шоков на платежную систему или потому что эти посредники приходились “племянниками министрам”. Пол Крагмен (экономист Массачусетского технологического института) отмечает, что такие гарантии могут повлечь инфляцию цен активов и, в конечном счете, ослабить всю финансовую систему.

Правительства большинства стран, очутившихся в кризисе, оказывали щедрую поддержку проблемным финансовым институтам. Например, в Южной Корее, столь высокий коэффициент задолженности конгломератов (400% и выше) сам говорит о том, что эти заемщики в случае финансового “шока” полагались, главным образом, на государственную финансовую помощь.

Это вполне подтвердилось в 1997 г., когда правительства ряда стран стали подстрекать банки на высокорискованные ссуды для некоторых ненадежных конгломератов, имеющих проблемы с выплатой долгов, и обеспечивать специальными кредитами банки, ослабленные в результате кризиса. Такие действия еще более усугубили финансовое положение местных кредиторов.

Быстрый экономический рост на протяжении нескольких десятилетий маскировал степень риска кредитных операций. И потом, иннова-

⁷⁴ Moreno R., “What Caused East Asia’s Financial Crisis?”. 1998, pp.1-4 (www.frbsf.org)

ции, произошедшие в 90-х гг. в информационной сфере, тесно связали эти страны с мировыми финансовыми рынками, усилив их зависимость и уязвимость от конъюнктуры мирового рынка, добавив к имеющимся формам некоторые новые виды, которых не существовало в более закрытой экономике. В такой экономике "плохие" кредиты, образующиеся в результате рискованного кредитования, не могут привести к панике, поскольку государство может влить в финансовые институты достаточно ликвидных средств, чтобы предотвратить любые потери вкладчиков. В более открытой экономике такое вливание может дестабилизировать валютный курс. В результате, в периоды неопределенности спекулятивной "атаки" на валюту можно избежать лишь в том случае, если держатели внутренних активов будут уверены в том, что правительство способно обеспечить спрос на иностранную валюту. В странах, где золотовалютные резервы превышали величину краткосрочных долгов (Филиппины, Малайзия, Гонконг, Сингапур и Тайвань), такие гарантии можно было обеспечить намного проще, чем в странах, где эти резервы находились на относительно низком уровне (Южная Корея, Индонезия и Таиланд).

Уязвимость финансового сектора усиливалась, между прочим, нежеланием страховать займы в инвалюте в странах с фиксированным валютным курсом. Операторы рынка рассматривали валютную привязку как скрытую гарантию валютного риска, подкрепленную золотовалютными резервами, которые могут быть задействованы посредством валютных интервенций центрального банка. Пока же отсутствие страхования экономило значительные средства (особенно в краткосрочном плане) фирм, имеющих доступ к иностранным кредитам. В дальнейшем ошибочная оценка риска иностранных кредитов привела к чрезмерному притоку краткосрочного капитала.

Неразвитость или отсутствие страхования также стали причиной нестабильности на финансовых рынках АТР.⁷⁵

Полной неожиданностью стал факт, насколько "заразной" оказалась девальвация в Таиланде. После девальвации бата, валютные спекулянты сразу же перевели свое внимание на филиппинское песо. В течение нескольких дней ЦБ Филиппин боролся за свою валюту, повысив процентные ставки за 30%, но уже к середине июля был вынужден объявить, что тоже отпускает курс валюты в свободное плавание (относительно доллара). Курс филиппинского песо относительно доллара сразу же упал более чем на 10%. А поскольку курсы бата и песо стали в полной мере плавающими, валютные спекулянты переключились на индонезийскую рупию и малазийский ринггит. Эти страны следовали несколько более гибкой политике, постепенно открывая свои валюты спекулятивным операциям. Однако конечный результат был все тем же: к началу декабря 1997 г. бат, рупия и ринггит подешевели примерно на 60%, а песо – на 35%.

Некоторые специалисты интерпретируют эти девальвации как результат влияния экзогенных факторов, а не результат ошибок во внутренней политике управления. Они утверждают, что обесценение юаня и иены в течение 1995-1997 гг. привело к потере экспортной конкурентоспособности в этом регионе, которая и потребовала девальвации валют, и что эти девальвации явились наилучшим выходом из сложившейся ситуации для центральных банков (даже если это привело к значительным социальным издержкам).

Девальвация юаня состоялась в январе 1994 г., в то время как валютный кризис произошел только три с половиной года спустя. Такое "опоздание" возможно объяснить лишь устойчивым обесценением иены

⁷⁵ Moreno R., "What Caused East Asia's Financial Crisis?". 1998, pp.1-4 (www.frbsf.org)

на протяжении двух лет, предшествовавших кризису, что, конечно, понизило экспортную конкурентоспособность стран ВА и ЮВА, хотя и не столь сильно, как девальвация юаня, так как товарная структура японского экспорта довольно сильно отличается от товарной структуры экспорта этих стран.⁷⁶

Очевидно, что давление на валютный курс бата, оказанное выводом средств с рынка ценных бумаг с последующим уходом их в доллары, спровоцировало затяжное и масштабное обесценение национальных валют региона.

Во второй половине 1996 г. застой в экспорте и деловой активности, подчеркнутая слабость финансовой сферы породили понижательную динамику бата. Правительство пыталось противостоять такому развитию событий. Во-первых, стабильный бат давал возможность многим тайландским компаниям занимать в долларах без страхования валютных рисков, а девальвация бата еще более обременила бы их долгами (в связи с увеличением количества национальной валюты, требуемой для обслуживания обязательств по долларovým долгам). Во-вторых, сильная девальвация бата могла бы увеличить стоимость иностранных займов, так как инвесторы потребовали бы вознаграждение (премию за риск) в связи с возросшей неустойчивостью бата. В-третьих, слабый бат привел бы к росту инфляции и снижению покупательной способности населения.

Развитие кризиса станет более понятным, если проследить хронологию событий за 1997 г.⁷⁷

Вначале кризис разразился в Южной Корее и Таиланде. В Южной Корее прекращение в январе 1997 г. выполнения обязательств по кредиту (\$6 млрд.) одной из крупнейших южнокорейских металлургических

⁷⁶ C.Huh, K.Kasa. "Export Competition and Contagious Currency Crises". 1998, pp.1-5 (www.frbsf.org)

корпораций "Ханбо стил" стало первым в цепочке банкротств, вызванных падением объема продаж в условиях чрезмерной кредитно-финансовой активности. Долг этого сталелитейного концерна в 20 раз превосходил его общий акционерный капитал и в шесть раз общую чистую прибыль южнокорейских банков в 1996 г.⁷⁷ В марте южнокорейский "чеболь" "Самми стил" пошатнулся, вызвав опасения на счет принимающего угрожающие размеры долгового кризиса в корпоративном секторе. В начале июля, оказавшись на грани банкротства, срочную ссуду попросил третий по масштабам лидер южнокорейского автомобилестроения "Киа". Южнокорейские корпорации, где коэффициент задолженности традиционно был очень высок, оказались крайне зависимы от конъюнктуры. Правительство естественно выступило на защиту таких должников и местных банков-кредиторов, так как банкротство "Ханбо стил" и последовавшие за ним другие банкротства означали крах южнокорейской модели развития. Тем не менее, некоторые южнокорейские "чеболь", входящие в крупнейшие ТНК, оказавшись неплатежеспособными, лишь слегка урезали объемы своих операций. Более того, некоторые из них стремились увеличить объем инвестиций, чтобы устранить ослабевших конкурентов. Несмотря на глобальный излишек мощностей по производству автомобилей, концерны "Дэу" и "Хенде" продолжали массивную экспансию в автомобилестроении.

В начале мая официальные лица Японии, обеспокоенные понижением курса иены, объявили о возможном повышении процентных ставок. Несмотря на то, что эта угроза не осуществилась, она стала первым признаком приближающегося финансового кризиса. Японская угроза изменила настроение международных валютных спекулянтов, которые

⁷⁷ The Chronology of the Asian Crisis and its Global Contagion, part I, 1997. (electronic publications)

⁷⁸ "Состояние банковского дела в Азии" КОМПАС №20 (ИТАР-ТАСС 1997). с.80.

незамедлительно стали продавать валюты стран ВА и ЮВА, вызывая падение не только валют, но и местных фондовых рынков.

Таиланд, имея наиболее высокую внешнюю задолженность в регионе (по отношению к ВВП), по мере замедления экономического роста стал прибегать к краткосрочным займам, надеясь на пролонгацию кредитов и погашение старых долгов за счет новых. В Таиланде зарубежные займы направлялись в основном на финансирование расточительного потребления (строительство полей для гольфа и башен под офисы), в отличие от Южной Кореи, где ссуды получали, главным образом, конгломераты-чеболь, являющиеся основными экспортерами этой страны. Пятого февраля таиландская компания "Сомпрасонг" стала первой в цепочке компаний, не выполнивших платежи по внешнему долгу. В мае 1997 г. экономический спад вместе с политической нестабильностью поставили бат перед угрозой девальвации. Инвесторы, обеспокоенные этими событиями, стали быстро переводить свои ресурсы в доллары. Попытки Таиланда совместно с Сингапуром защитить бат посредством валютных интервенций оказались тщетными. Второго июля 1997 г. таиландский бат подешевел на 17% относительно доллара, завершив тем самым 13-ти летний период, когда курс бата тесно следовал за курсом доллара. За год бат потерял в стоимости 40%. Девальвация бата стала спусковым крючком валютно-финансового кризиса.

11 июля 1997 г. после безуспешных попыток отбить спекулятивные "атаки" на свою валюту филиппинский ЦБ заявил о расширении диапазона колебаний песо по отношению к доллару.

В июле 1997 г. ЦБ Малайзии и Индонезии предприняли попытки защитить свои валюты, а в сентябре власти этих стран возложили вину за дестабилизацию валютно-финансовой сферы на биржевых спекулянтов. В середине июля Индонезия расширила валютный коридор с 8% до

12%, а 14 августа того же года отказалась от режима фиксированного валютного курса. Затягивание с принятием мер по стабилизации экономики, а также рост политической нестабильности в Индонезии привели к падению рупии сразу же в начале 1998 г. и способствовали переходу инфляции в гиперинфляцию – только за первые два месяца розничные цены повысились не менее чем на 40%.

Обменный курс индонезийской рупии стал очень чувствительным к любым переменам в “атмосфере” рынка – диапазон колебаний в январе – феврале 1998 г. равнялся от 7 тыс. и до 17 тыс. рупий за доллар. Возник кризис ликвидности: когда в конце 1997 г. курс рупии дошел до 4'500–5'000 за доллар, у многих бизнесменов возникли проблемы с оплатой долгов в инвалюте. С дальнейшим снижением курса рупии выплачивать долги стало вообще невозможным. На начало 1998 г. около 90% компаний страны находилось на грани банкротства, т.е. считались неплатежеспособными.

В октябре 1997 г. Тайвань девальвировал свою валюту, и обрушился фондовый рынок Гонконга – курсы акций упали на $\frac{1}{4}$.

Когда среди инвесторов стали формироваться негативные ожидания относительно перспектив экономического развития стран ВА и ЮВА (ввиду нарушения этими странами бюджетной дисциплины и других причин), то в условиях свободного перелива капитала в сочетании с некоторыми действиями операторов рынка (такими как игра на понижение), это вызвало крупномасштабный отток финансовых ресурсов с рынков этих стран и спровоцировало обвальное падение их валют и котировок ценных бумаг.

В частности, из Индонезии, Таиланда и Южной Кореи только за ноябрь - декабрь 1997 г. и май - июнь 1998 г. было выведено более \$35 млрд.

По мере развития кризиса его последствия стали проявляться и в других странах. В октябре 1997 г. на 7% снизился индекс “Доу-Джонса” и практически параллельно упали котировки на “развивающихся” рынках европейских государств и России.

В период, следовавший за острой фазой кризиса, финансовый рынок продолжал находиться в нервном состоянии. И хотя в конце осени 1998 г. падение котировок сменилось ростом, у инвесторов остались опасения, что за этим небольшим подъемом может последовать еще более глубокое и продолжительное падение. Именно такими настроениями объясняются многие процессы, наблюдавшиеся на рынках ценных бумаг. Держатели бумаг, боясь упустить момент начала нового падения, на любую негативную информацию быстро реагируют уходом в более надежные активы. В результате их котировки сразу же меняются. По таким, казалось бы, текущим показателям, можно тем не менее делать выводы о более фундаментальных процессах. В частности, к октябрю 1998 г. доходность 30-летних американских казначейских облигаций достигла наименьшего за последние 30 лет значения – 4,7%, тогда как еще в мае 1997 г. она составляла 7%. Более того, разница в доходности между трехмесячными и 30-летними государственными бумагами составлял меньше одного базисного пункта.⁷⁹

Беспрецедентно низкого уровня за всю историю ценных бумаг достигли показатели доходности по японским государственным облигациям – к середине осени 1998 г. доходность как по коротким ценным бумагам (менее одного года), так и по 10-летним гособлигациям находилась в диапазоне 0,5-0,7%, что, в случае с 10-летними бумагами, является абсолютным рекордом за всю финансовую историю этого вида ценных бумаг. Это указывает на весьма значительный перелив средств в

⁷⁹ М.В. Ершов “Валютно-финансовые механизмы в современном мире”. М. 2000. сс.14-22.

долговые инструменты из-за недоверия к более доходным, но менее надежным бумагам.

Основной иностранный держатель американских активов – Япония – приняла более жесткие меры применительно к иностранным инвестициям своих банков. Были установлены более жесткие нормативы для японских банков по иностранным вложениям (в частности, соотношение капитал / активы по внутренним операциям составляло 4%, а по иностранным – 8%). Наряду с созданием более привлекательных условий “рыночного” характера (введение 10-летних облигаций с более высокой доходностью), а также принятием ряда других мер это обусловило существенный приток ресурсов японских инвесторов с иностранных рынков, в первую очередь с американского. С ноября 1997 г. по сентябрь 1998 г. японские банки сократили свои иностранные активы почти на \$400 млрд. Это сразу же отразилось на валютном рынке. С сентября 1998 г. по сентябрь 1999 г. произошло существенное падение доллара относительно иены несмотря на то, что сложности, с которыми сталкивалась японская экономика, казалось, должны были привести к обратному – к еще большему падению иены относительно доллара.

На отдельных этапах Банку Японии пришлось даже осуществлять интервенции в поддержку американской валюты, чтобы не допустить чрезмерного удорожания иены.⁸⁰

Из хронологии событий ясно, что вслед за падением тайландского бата азиатские страны испытали то же, что и Латинская Америка после краха мексиканского песо – эффект распространения кризиса. В условиях практически однотипных экспорториентированных экономик резкое снижение стоимости бата (удешевляя тайландский экспорт в инвалютах), породило цепь конкурентных девальваций, вынудив другие страны

⁸⁰ М.В. Ершов “Валютно-финансовые механизмы в современном мире”. М. 2000. с.32.

либо следовать этому примеру, либо смириться с падением конкурентоспособности на внешних рынках.

Рост задолженности стран ВА и ЮВА во многом стал результатом недобросовестных сделок в условиях коррумпированных экономик. Так, тайландские банки обеспечивали деньгами политиков, которые, в свою очередь, помогали банкирам выпутываться из неприятных ситуаций. В Индонезии тогдашний президент, задумав осуществить весьма сомнительный проект с участием своих друзей и членов семьи, привлек к его финансированию ряд банков, многими из которых они же и владели. Гонконг со своими значительными валютными резервами (\$93.2 млрд.) был вынужден наблюдать, как его экспорт стал неконкурентоспособным, а ценные бумаги потеряли на фондовом рынке более половины своей стоимости. В Южной Корее результатом покровительства некоторым концернам (а именно предоставления им кредитов по ставкам ниже рыночных) стало перенакопление. В данной обстановке международные инвесторы, в течение десятилетий сотрудничавшие с любыми потенциальными заемщиками, не думая об их надежности, потребовали незамедлительных структурных реформ. Элиты стран ВА и ЮВА сразу же воспротивились проведению реструктуризации финансовых секторов, надеясь на то, что США не позволят, чтобы их экономики потерпели крах.

Вероятно, по мнению экономистов Стивена Раделета и Джеффри Сакса, Таиланд избежал бы финансового кризиса, если бы по-другому прореагировал на падение курсов акций и цен недвижимости и ослабление финансовых институтов в конце 1996 – начале 1997 гг. Также можно было бы избежать распространения "заразы" и на другие страны АТР. Несмотря на опасения специалистов, правительство стойко поддерживало привязку бата к доллару, теряя таким образом свои золотова-

лютные резервы. К июлю 1997 г., когда установился плавающий валютный курс, правительство, защищая свою валюту, уже потратило значительную часть валютных резервов и вложило крупную сумму для форвардной покупки бата для стимулирования разоренных банковских институтов, при этом не принимая никаких фундаментальных шагов по их закрытию, слиянию или реабилитации. В конце 1996 - начале 1997 гг. Банк Таиланда потратил \$16 млрд. на защиту бата и около \$19,3 млрд. на поддержку 91 финансовой компании. В результате Таиланд стал сильно зависеть от инвестиционного климата, так как инвесторы осознали, что золотовалютные резервы этой страны стали намного меньше краткосрочной задолженности перед международными банками.⁸¹

После того как кризис стал распространяться, другие страны также не избежали ошибок, ускоривших отток капитала из региона. Ярким примером служат резкие заявления премьер-министра Малайзии Махатхира Мохамеда с обвинениями иностранных инвесторов и угрозами запретить торговлю иностранной валютой. Таиланд и Малайзия ввели умеренный контроль над движением капитала. Малайзия объявила об открытии фонда в поддержку курсов акций, а спустя несколько дней отказалась от этого плана. Южная Корея, позволив обанкротиться нескольким "чеболь", наверное, смелее подошла к возникшим проблемам. Однако, в октябре - ноябре 1997 г. она необъяснимо опустошила свои резервы в отчаянной попытке защитить вон. Индонезия – первая из стран, попавших в кризис, расширила диапазон колебаний курса рупии, а затем установила режим плавающего валютного курса. Индонезия устояла перед искушением потратить золотовалютные резервы и объявила, хотя и непоследовательно, об отсрочке 100 инвестиционных проектов.

⁸¹ Radelet S., Sachs J. "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects", 1998, p.16.

Такого рода неопределенность в правительственных решениях и инструкциях для государственных предприятий по выводу крупных вкладов из банковской системы (что привело к резкому повышению процентных ставок) играла на нервах инвесторов и способствовала дальнейшему оттоку иностранных средств.⁸²

Мобилизация местными банками внутренних ресурсов дала национальному капиталу возможность расширяться, не беспокоясь о погашение дебиторской задолженности, так как компании часто находились в тесном "сотрудничестве" с правительственными технократами. Между тем иностранные банки были вообще отстранены от участия в экономике или могли играть в ней лишь незначительную роль, что в свою очередь создавало благоприятную атмосферу для местных банков. Независимые профсоюзы или оппозиционные политические движения были запрещены, что помогало удерживать потребление широких слоев населения на низком уровне с целью максимизации накопления.

В начале 1998 г. проблемы валютно-финансового кризиса в АТР оказались в центре внимания мировой прессы. Многие эксперты опасались, что региональный кризис может достичь глобальных масштабов и распространиться на другие регионы.

Ряд азиатских экономистов выделяют четыре канала, по которым глобальная валютная нестабильность передавалась в ВА и ЮВА⁸³. Их наблюдения основываются на предкризисном периоде, когда региональные валюты свободно двигались вслед за долларом. Это привело к валютной асимметрии, при которой нестабильность курса иена/доллар серьезно расстроила внешнеэкономические отношения стран ВА и ЮВА с Японией, но не с США:

⁸² Radelet S., Sachs J. "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects", 1998, p. 17.

⁸³ K. Ohno "Exchange Rate Management in Developing Asia". ADBI WP, Tokyo 1999, p.12 (www.adbi.org)

а) Влияние конкурентоспособности: по мере роста курса иены по отношению к доллару, азиатские страны повышают конкурентоспособность своих товаров относительно японских товаров как на внутренних, так и на внешних рынках. Это стимулирует их экспорт, производство и капиталовложения. Этот эффект сильнее в НИС-4, чей экспорт автомобилей, стали, химических продуктов конкурирует напрямую с японскими.

б) Влияние прямых иностранных инвестиций (ПИИ): в случае сильного удорожания иены, японские производители перемещают свои производственные мощности в развивающиеся страны Азии. Связанный с этим инвестиционный бум ускоряет экономический рост, передачу технологий и проведение структурных преобразований в странах-получателях. Удешевление иены, наоборот, тормозит перелив японских ПИИ в развивающиеся страны АТР. С конца 80-х гг. положительная динамика ПИИ особенно сильно ощущалась в АСЕАН-4 и Китае. Напротив, НИС-4 более не являются фаворитами для японских ПИИ вследствие более высоких издержек в этих странах.

в) Эффект прохождения через инфляцию цен: в 1996 г. доля Японии в импорте развивающихся стран Азии составила 24,2%. Большая часть импорта из Японии состояла из станков и промежуточных товаров. Таким образом, удорожание иены способствовало повышению издержек производства и снижению прибыли в странах-импортерах этой продукции. Этот эффект можно было бы сгладить, если заменить японские товары на аналогичную продукцию из США, ЕС или НИС.

г) Влияние бремени внешнего долга: удорожание иены или доллара влечет за собой повышение внутренних валютных расходов по обслуживанию иеновой или долларовой задолженности и, наоборот. Частные компании в развивающихся странах Азии не имеют большой за-

долженности, выраженной в иенах, но официальные и официально гарантированные кредиты по линии японской ОПР находятся в прямой зависимости от изменения курса иены. Относительно бедные АСЕАН-4 оказываются сильнее затронутыми таким эффектом, чем более богатые НИС-4, так как они в большей мере полагаются на японскую ОПР.⁸⁴

Ожидания сокращения денежной массы в США летом 1997 г., по-видимому, тоже сыграли роль в развитии кризиса.⁸⁵

Некоторые экономисты подчеркивают влияние кризиса в секторе недвижимости на финансовое положение банковского сектора. Таблица №33 представляет оценочные данные на конец 1997 г. по масштабам кредитования имущества, оценке имущественного залога, реально нефункционирующим кредитам и капиталам местных банков. Масштабы кредитования имущества были очень высокие в Гонконге, Малайзии, Сингапуре и Таиланде, и относительно низкие на Филиппинах и Южной Корее, где “плохие” кредиты сконцентрированы в производственных фирмах. К концу 1997 г. доля необслуживаемых кредитов местных банков была наиболее высокой в Индонезии (11%), Южной Корее (16%) и Таиланде (15%).

В 1998 г. они должны были резко возрасти и вызвать большие проблемы в Индонезии, Южной Корее, Таиланде и Малайзии, так как банки в этих четырех странах были сильно недокапитализированны – соотношение капитала и активов не превышало 6-8%. Следует заметить, что в конце 1997 г. это соотношение было уже ниже доли необслуживаемых кредитов, которая в соответствии с ожиданиями, должна была еще более ухудшиться в 1998 г.

⁸⁴ K. Ohno “Exchange Rate Management in Developing Asia”. ADBI WP, Tokyo 1999, p.12. (www.adbi.org)

**Таблица №.33: степень рискованного кредитования
банковской системы (в % от активов в конце 1997 г.)**

<i>СТРАНА</i>	<i>Кредитование имущества</i>	<i>Оценка имущественного залога</i>	<i>Реально нефункционирующие кредиты</i>	<i>Капитал/активы</i>
Южная Корея	15-25%	80-100%	16%	6-10%
Гонконг	40-55%	50-70%	1.50%	15-20%
Сингапур	30-40%	70-80%	2.00%	18-22%
Индонезия	25-30%	80-100%	11%	8-10%
Малайзия	30-40%	80-100%	7.50%	8-14%
Филиппины	15-20%	70-80%	5.50%	15-18%
Таиланд	30-40%	80-100%	15%	6-10%

Данная таблица разъясняет связь между высокой долей “плохих” кредитов, включая чрезмерные кредиты в секторе имущества и непомерно-оптимистичными оценками имущественного залога под займы. В четырех наиболее проблемных странах официальные оценки имущественного залога находились в пределах 80-100% от активов. Снижение цен активов и резкое падение стоимости имущественного залога, особенно недвижимости, вызвало необратимое разбухание “реально нефункционирующих” кредитов.

События 1997 г. поставили черту под двумя проблемами, связанными с управлением потока информации. Во-первых, традиционные показатели хозяйственной деятельности иногда дают ошибочное представление о реальных экономических и финансовых условиях. Например, общепринятый показатель валютных резервов не включает забалансовые финансовые операции, масштабы которых весьма значительны не только в Таиланде, но и в других странах ВА и ЮВА. Далее, традиционные показатели могут занижать реальные масштабы банковских кредитов в такой неустойчивый сектор как сектор недвижимости и не

⁸⁵ Corsetti, et al. “What caused the Asian currency and financial crisis?” 1998 NBER WP №.w6833, p.15.

отражать степень, в которой ссуды, предоставляемые банками, гарантированы залогом в форме недвижимости.

Азиатский валютно-финансовый кризис показал, в какой степени “открытость” экономики подвергла азиатские страны внезапным переменам в “атмосфере” рынка. Эти события, по-видимому, заставили политиков некоторых азиатских государств задуматься над тем, как преподносится информация и как она используется операторами финансовых рынков.

Относительно недавняя волна валютной спекуляции в АТР показала риски, связанные с привязкой валют в маленьких экономиках, открытых международному капиталу и имеющих слаборазвитые, а следовательно, легко уязвимые финансовые системы. Валютная привязка способствовала длительному и масштабному притоку иностранного капитала, который обеспечивал стремительный рост экономики и неустойчивых цен активов. Годы быстрого экономического развития маскировали ошибочные инвестиционные и кредитные решения, которые, в конце концов, привели к закрытию многих финансовых институтов. В этих условиях, такие показатели как быстрый экономический рост и высокие нормы сбережений и инвестиций, или профицит бюджета, давали неполное представление о способности экономики адекватно реагировать на финансовые и экономические шоки на макроуровне.

Когда возникло давление на валюту, перед политиками встал нелегкий выбор – либо защищать валютную привязку, либо девальвировать валюту, что в обоих случаях предполагает значительные издержки. Если заглянуть в прошлое, то, наверное, этой дилеммы можно было бы избежать, позволив валюте дорожать во время интенсивного притока капитала, когда еще не существовало угрозы внезапной девальвации. Удорожание валют сдерживало бы приток международного спекулятив-

ного капитала, снижая таким образом зависимость от иностранных финансовых ресурсов и сглаживая взлеты и падения деловой активности. Более эластичный валютный курс заставил бы резидентов страховать валютные риски. Однако небольшие страны с открытой экономикой часто не способны ревальвировать валюту в ответ на чрезмерный приток капитала, так как ревальвация замедляет экономический рост и снижает конкурентоспособность экспорта.

Таким образом, усиление зависимости от притока капитала и “атмосферы” рынка ставит вопрос, стоит ли продолжать либерализацию финансовых рынков или, может быть, следует сдерживать деловую активность операторов рынка.⁸⁶

При режиме фиксированного валютного курса монетарная политика должна подчиняться требованиям валютной привязки и строго согласовываться с валютной привязкой другие аспекты политики, включая фискальные. Например, страна, пытающаяся поддерживать фиксированный курс валюты, не может произвольно размещать займы на рынке облигаций, так как это может затронуть процентные ставки и, следовательно, оказать давление на валютную привязку.

В любом случае, если экономика функционирует неудовлетворительно, фиксированный курс валюты не может поддерживаться в течение длительного времени. Например, сохранение высоких процентных ставок (для защиты валютного курса) может с течением времени подрывать доверие к валютной привязке, особенно, если оно губительно влияет на активность в реальном секторе или состояние банковской системы. В основном фиксированный валютный курс предпочтителен для стран, имеющих проблемы в кредитно-денежной сфере, например, колебания спроса на деньги и уровня цен. Эластичные валютные курсы предпочти-

⁸⁶ R.Moreno “Lessons from Thailand” 1997 pp.1-5. (www.ftbsf.org)

тельны для стран, испытывающих проблемы в реальном секторе, например, смену потребительских стандартов или производственной технологии, влияющих на соотношение внутренних цен товаров.

Многие страны, официально определяющие свои валютные режимы как “управляемое”, или даже “независимое” плавание курса валюты, на практике часто продолжали неофициально фиксировать курс или использовать его в качестве политического инструмента регулирования. Фактически только Гонконг имел режим “валютного управления”, принятый еще в 1983 г.⁸⁷

Развивающиеся страны, интегрирующиеся с глобальными финансовыми рынками, обычно сталкиваются с проблемами, связанными с высокой текучестью международного капитала. Поэтому перед государством встает новая задача, как управлять такой высокой текучестью. Однако было бы некорректно пытаться отделить друг от друга потоки, дестабилизирующие рынки, и потоки, выполняющие важные стабилизационные функции. Столь же нежелательно полностью отказываться и от краткосрочных потоков, учитывая, что они, помимо прочего, помогают обеспечить ликвидность валютных рынков.

До недавних пор большинство данных свидетельствовало о том, что уровень инфляции в развивающихся странах с фиксированным валютным курсом был стабильно низок. Однако за последние годы, многие развивающиеся страны перешли к плавающим (или более эластичным) валютным курсам, причем как раз в то время, когда инфляция в них стала затухать. Действительно, средний уровень инфляции в странах с плавающими валютными курсами стал устойчиво сближаться со средним уровнем инфляции в странах с фиксированными валютными курсами. Необходимость перехода к более эластичным курсам валют,

⁸⁷ Caramazza F., Aziz J. “Fixed or Flexible? Getting the Exchange Rate Right in the 1990s” 1998, p.3 (www.imf.org)

по-видимому, возникла в результате глобализации финансовых рынков, которая с каждым днем все сильнее втягивает развивающиеся экономики в глобальную финансовую систему, которая, в свою очередь, навязывает строгую макроэкономическую дисциплину интегрируемым в нее странам.

Тем не менее, проблема выбора между режимом фиксированного и эластичного валютного курса сохраняется. Если экономическая политика стоит на “якоре” валютной привязки, тогда кредитно-денежная политика должна исходить из необходимости поддерживать эту привязку, а задачи урегулирования шоков ложатся, главным образом, на финансовую политику государства – налоги и расходы. Привязка не может существовать без доверия к ней. На практике это обычно означает, что финансовая политика должна быть достаточно эластичной, чтобы отвечать на шоки. При режиме плавающих валютных курсов, кредитно-денежная политика может быть более независимой, но и инфляция – более высокой и менее устойчивой.

Со временем решения о выборе валютного режима, могут меняться. В тех случаях, когда инфляция слишком высока, привязка курса валюты может стать ключом к успешной программе краткосрочной стабилизации. Потом, возможно, в ответ на чрезмерный приток капитала и риск перегрева экономики, потребуется более эластичный режим, тем более, если ставится задача перейти к полной обратимости счета движения капитала.⁸⁸

⁸⁸ Там же, pp.14-15.

3.2 «Состояние экономики и валютного регулирования в странах ВА и ЮВА после кризиса 1997-1998 гг.»

Более чем за год (с осени 1997 г.) общие экономические потери пяти кризисных стран достигли приблизительно 30% ВВП. В результате вновь обострились проблемы, связанные с безработицей и бедностью. Так, уровень безработицы в Южной Корее, где ее почти не было до кризиса, в 1998 г. почти утроился, тогда как уровень бедности городского населения более чем удвоился.⁸⁹

Таблица №.34: уровень безработицы в странах АТР (%)

<i>СТРАНА</i>	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Япония	2.3	2.1	2.1	2.2	2.5	2.9	3.2	3.4	3.4	4.1	4.7
Южная Корея	2.6	2.4	2.3	2.4	2.8	2.4	2.0	2.0	2.6	6.8	6.3
Гонконг	1.1	1.3	4.8	2.0	2.0	1.9	3.2	2.8	2.2	4.7	6.2
Сингапур	2.2	2.0	1.9	2.7	2.7	2.6	2.7	3.0	2.5	3.2	4.6
Тайвань	1.6	1.7	1.5	1.5	1.5	1.6	1.8	2.6	2.7	2.7	2.9
Индонезия	2.8	2.5	2.6	2.7	2.8	4.4	7.2	4.9	4.7	5.5	6.4
Малайзия	6.7	5.1	4.3	3.7	3.0	2.9	3.1	2.5	2.4	3.2	3.4
Филиппины	8.4	8.1	9.0	8.6	8.9	8.4	8.4	7.4	7.9	9.6	9.4
Таиланд	1.4	2.2	2.7	1.4	1.5	1.3	1.1	1.1	0.9	3.4	3.0
Китай	2.6	2.5	2.3	2.3	2.6	2.8	2.9	3.0	3.1	3.1	—

Источники: Key Indicators of Developing Asian and Pacific Countries. ADB 2000 (pp.82-349); Япония – IMF International Financial Statistics Yearbook 2000 (pp. 587-591).

В 1999 г. экономическая ситуация в регионе резко изменилась в лучшую сторону. В результате улучшения БТО и сохранения в запланированных рамках темпов инфляции доверие инвесторов вернулось. Это позволило странам ВА и ЮВА стабилизировать валюты и дальше снижать темпы инфляции, что, в свою очередь способствовало подъему производства. В 1999 г. почти во всех странах, пострадавших от кризиса, наблюдался значительный экономический рост (от 3,2% на Филиппинах до 10,7% в Южной Корее). Экономический рост прогнозировался и на 2000 г. Ожидалось также, что восстановление экономик региона

⁸⁹ Asian Development Outlook 2000. Asian Development Bank. p.21. (www.adb.org)

станет более сбалансированным. По прогнозам МВФ в 2000 г. экономический рост в НИС-4, Китае и Малайзии должен был составить 7%, а в Индонезии, Филиппинах и Таиланде – 3-5%.⁹⁰

Таблица №.35: темпы роста ВВП, валютные курсы в 1997-99 гг.

СТРАНА	Прирост ВВП, %			Валютные курсы по отношению к доллару					
	1997	1998	1999	1997		1998		1999	
				на конец периода	Средний за год	на конец периода	Средний за год	на конец периода	Средний за год
Южная Корея	5.0	-5.7	10.7	1695.00	951.28	1204.00	1401.44	1138.00	1188.82
Гонконг	6.0	-5.1	2.9	7.7460	7.7421	7.7460	7.7453	7.7710	7.7575
Сингапур	3.4	0.4	5.4	1.6755	1.4848	1.6605	1.6736	1.6660	1.6950
Тайвань	5.7	4.5	5.7	32.638	28.703	32.216	33.456	31.395	32.270
Индонезия	4.7	-13.2	0.2	4650	2909	8025	10014	7085	7855
Малайзия	7.5	-7.6	5.4	3.8919	2.8132	3.8000	3.9244	3.8000	3.8000
Филиппины	5.2	-0.5	3.2	39.9750	29.4707	39.0590	40.8930	40.3130	39.0890
Таиланд	-3.7	-10.2	4.2	47.25	31.36	36.69	41.36	37.52	37.84
Китай	8.8	7.8	7.1	8.280	8.290	8.279	8.279	8.280	8.278

Источник: Key Indicators of Developing Asian and Pacific Countries. ADB. 2000 (pp.82-349).

Столь быстрое восстановление экономики происходило за счет роста стоимостного и физического объемов экспорта вследствие девальвации региональных валют и роста емкости экспортного рынка. В начале 1999 г. наступил переломный момент в электронной промышленности – важном секторе для Филиппин, Сингапура и Тайваня, и, в меньшей степени для Малайзии и Таиланда. Сокращение импорта и запасов в 1999 г. остановилось вследствие улучшения внешнеэкономического имиджа стран ВА и ЮВА. Так, объемы импорта в 1999 г. выросли на 30% в Южной Корее и более чем на 25% в Таиланде; значительный рост импорта прогнозировался на 2000 г. и для Индонезии. Мощная экспортная экспансия и, следовательно, активное сальдо БТО, позволили странам, пережившим кризис, пополнить официальные золотовалютные резервы (см. таблицу №.36), которые порядком истощились за время кризиса. В Южной Корее, например, резерв страховых запасов увеличился

⁹⁰ IMF World Economic Outlook 2000. Washington D.C. p.23.

с \$9 млрд. в конце 1997 г. до \$83 млрд. в конце марта 2000 г.⁹¹ По мере восстановления экономики появился коридор для дальнейшего удорожания некоторых валют региона, что позволило бы снизить риск перегрева экономики и инфляции в будущем.

Таблица №.36: золотовалютные резервы

(млн. долл., на конец периода).

СТРАНА	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Япония	79707	73272	72789	99689	127098	184510	217867	220792	216665	288080
Южная Корея	14825	13733	17153	20262	25673	32712	34073	20405	52041	74054
Гонконг	24657	28889	35250	43012	49277	55424	63833	92823	89664	96255
Сингапур	27748	34133	39885	48361	58177	68695	76847	71289	74928	76843
Тайвань	78064	88325	88308	89298	98273	95911	93594	88186	95084	111061
Индонезия	8520	10250	11394	12354	13199	14787	19281	17396	23517	27257
Малайзия	9871	11003	17343	27364	25545	23899	27130	20899	25675	30645
Филиппины	2048	4526	5338	5921	7121	7775	11745	8738	10781	15012
Таиланд	14273	18416	21182	25440	30279	36945	38645	26893	29536	34781
Китай	30209	44308	21230	22999	53560	76036	107676	143363	149812	158336

Источники: Key Indicators of Developing Asian and Pacific Countries. ADB. 2000 (pp. 82-349); Япония– IMF International Financial Statistics Yearbook 2000. IMF Washington (pp.587-591).

Несмотря на кризис, экономика Китая в 1998 г. выросла на 7,8% и не впала в рецессию по двум причинам. Во-первых, контроль над движением капитала и фиксированный валютный курс позволили оградить ее от финансовой паники, разразившейся в регионе. Во-вторых, увеличение государственных расходов на проекты для развития инфраструктуры.

Увеличение продаж товаров длительного пользования и рост товарных цен в 1999 г. ослабили дефляционное давление. Новый экономический подъем в азиатских странах, на которые приходится около половины экспорта Китая, ускорил рост экспорта до 6% в 1999 г. по сравнению с 1% годом ранее. Импорт в 1999 г. вырос на 18,2%, в основном из-за увеличения спроса экспорториентированных отраслей промышленности. Сужающееся активное сальдо торгового баланса наряду с

⁹¹ Там же, p.24.

хроническим дефицитом баланса услуг сократили актив БТО до 1,2% ВВП.

С 1998 г. и до начала 2000 г., в целях повышения потребительских и инвестиционных расходов и, в конечном счете, разрушения дефляционной спирали, процентные ставки в Китае снижались четыре раза, а смягчение монетарной политики позволило уменьшить долговое бремя и государственных предприятий.

В 1999 г. темпы экономического роста в Китае составили 7,1%. Экономическую активность в этой стране подпитывал не только резкий скачок экспорта, но и дополнительные фискальные стимулы, которые помогли компенсировать слабый спрос частного сектора на внутреннем рынке. В 1998-1999 гг. в результате снижения внутренних цен и восстановления валют других стран региона реальный эффективный валютный курс юаня продолжал снижаться. Возобновился также чистый приток капитала (в основном за счет сокращения его оттока), что позволило компенсировать сужение активного сальдо БТО и увеличить золотовалютные резервы почти до \$160 млрд.⁹² По прогнозам АзБР экономический рост в этой стране в 2000 г. должен был составить 6,5%, а в действительности превысил его – 7,3%.⁹³

В 1999 г. прирост ВВП в НИС-4 составил 7% против его сокращения в 1998 г. на 1,9%. Общий уровень цен понизился на 0,4% (см. таблицу №.37). В 1999 г. Гонконг, после глубокого экономического спада в 1998 г., зафиксировал прирост ВВП на 2,9%. Это было достигнуто за счет увеличения государственных расходов, эскалации экспорта услуг и сокращения импорта товаров. В конце 1998 г. и в Южной Корее, вследствие финансовой стабилизации, щадящей макроэкономической политики и улучшения инвестиционного климата, началось оживление. Не-

⁹² IMF World Economic Outlook 2000. Washington D.C. p. 24.

смотря на неблагоприятное состояние производства (уровень безработицы приближался к 7%), значительные интервенции ЦБ сопровождались дальнейшим падением процентных ставок. Вместе с тем, для стимулирования экономики бюджетный дефицит планировался на уровне 5,5% ВВП. Темпы роста ВВП в Южной Корее в 1999 г. составили 10,7%. На Тайване ВВП вырос в 1999 г. на 5,7%.

Таблица №.37: динамика потребительских цен.

СТРАНА	Изменение за год (%)		
	1997	1998	1999
Япония	1.7	0.6	-0.3
Южная Корея	4.2	7.4	0.9
Гонконг	5.9	2.8	-4.0
Сингапур	2.1	-0.3	0.1
Тайвань	0.9	1.7	0.2
Индонезия	6.2	58.5	20.5
Малайзия	2.7	5.3	2.8
Филиппины	5.9	9.7	6.7
Таиланд	5.5	8.1	0.3
Китай	2.8	-0.8	-1.4

Источник: Key Indicators of Developing Asian and Pacific Countries. ADB. 2000 (pp.82-349).

Рост экономики НИС-4 был вызван эскалацией экспорта электронных, информационных и коммуникационных товаров, которая, в свою очередь, стала возможной благодаря расширению спроса информационного сектора развитых стран. Высокий уровень безработицы и медленный рост заработной платы в НИС-4 продолжали сдерживать потребительский спрос, исключая, пожалуй, Южную Корею, где он составил 7,4% (по сравнению с сокращением на 8,2% в 1998 г.), и Сингапур, где в результате сокращения безработицы и роста оплаты труда потребительский спрос также вырос.

В 1999 г. инфляция в НИС-4 в целом составила -0,7%. В Гонконге, в связи с падением на 4% индекса потребительских цен, темпы дефляции ускорились. В Сингапуре и на Тайване темпы инфляции равня-

⁹³ The Economist, March 31st – April 6th 2001. p. 126.

лись соответственно 0,1% и 0,2%. В Южной Корее удорожание валюты вызвало снижение инфляции с 7,4% в 1998 г. до 0,9% в 1999 г. (см. таблицу №.37).

Экспорт НИС-4 вырос в 1999 г. на 4,5%. По прогнозам АЗБР в 2000 г. темпы роста экспорта должны были вырасти до 8,9%.

В четвертом квартале 2000 г. (по сравнению с 1999 г.) прирост ВВП Южной Кореи, Сингапура, Гонконга и Тайваня составил 4,6%, 10,5%, 6,8% и 4,1% соответственно.⁹⁴

Восстановлению экономики АСЕАН-4 способствовали усиление японской экономики и увеличение финансовых потоков из международных кредитных организаций. Приток помощи из заграницы и реструктуризация внешних долгов привели к стабилизации движения капитала и возобновлению доверия к этим странам. Местное потребление и капиталовложения остались в среднем ниже докризисного уровня.

В конце 2000 г. (по сравнению с четвертым кварталом 1999 г.) прирост ВВП в Индонезии, Малайзии, Филиппинах и Таиланде равен был 5,2%, 6,5%, 3,6% и 3,1%, соответственно.⁹⁵

В Индонезии темпы инфляции за год снизились более чем в два раза с 58,5% в 1998 г. до 20,5% в 1999 г., вследствие низких цен на продукты питания и неиспользуемых промышленных мощностей.

В 1999 г. в странах, наиболее пострадавших от кризиса, за исключением Индонезии, где темпы инфляции и политическая нестабильность оставались на высоком уровне, краткосрочные номинальные процентные ставки приблизились к докризисному уровню (или упали еще ниже). Низкий уровень потребительских цен (в 1999 г. в большинстве стран, наиболее пострадавших от кризиса, инфляция составляла менее 3%) помогал сдерживать процентные ставки и, следовательно, затраты

⁹⁴ The Economist, March 31st – April 6th 2001. p.126.

на обслуживание долгов, возникающих в ходе рекапитализации банков и изменения структуры корпоративных долгов. В Таиланде в декабре 1999 г. трехмесячная ставка (4 - 4,25%) была значительно ниже уровня 1991-1996 гг. (10,7%). Центральные банки сохраняли процентные ставки по краткосрочным кредитам на низком уровне для продвижения реформ в банковском секторе и стимулирования спроса. Рост импорта сильно опережал рост экспорта вследствие повышения спроса, вызванного активизацией промышленного сектора, исключая Индонезию, где импорт продолжался снижаться.

В АСЕАН-4 лишь Филиппинам (менее пострадавшим от кризиса) удалось избежать сокращения экспорта в 1998-1999 гг. Рост экспорта в этой стране составлял 16,9% в 1998 г. и 18,8% в 1999 г.

Экономический спад в Японии стал одним из самых суровых в послевоенный период. В конце 1998 г. реальный ВВП снизился на 5,25%, а безработица в 1999 г. выросла почти до 5% (против 4,1% в 1998 г. и 2,1% в 1990 г.). В 1999 г. объем ВВП уменьшился еще на 1,5%. В конце 1998—начале 1999 г. увеличение курса иены и процентных ставок по долгосрочным кредитам означали ужесточение кредитно-денежной политики. В середине 1999 г. Банк Японии понизил ставку процента с 0,25% до 0,15% и подчеркнул, что будет искать возможности для дальнейшего понижения этой ставки до возможно более низкого уровня, используя операции на открытом рынке.⁹⁶ Однако специалисты компании “Джи.Пи.Морган.” считали, что возможности для ее дальнейшего понижения к этому моменту уже были исчерпаны.⁹⁷ Эти действия частично нейтрализовали ужесточение кредитно-денежной политики и значительно улучшили “атмосферу” на финансовых рынках. В обстановке

⁹⁵ Там же. с.126.

⁹⁶ IMF World Economic Outlook. 1999. Washington D.C. p.18.

⁹⁷ J.P. Morgan. Asian Financial Markets. 1999 April., Singapore, p.6.

дефляции Банк Японии был вынужден вновь либерализовать кредитно-денежную политику.

Однако одна лишь макроэкономическая политика, без структурной перестройки, не могла оживить японскую экономику. Необходима была и перестройка банковской системы, а также реструктуризация корпоративного сектора в целях повышения его эффективности и устранения препятствий для деятельности новых предприятий и учреждений.⁹⁸

Через два года после того, как азиатский финансовый кризис поразил и японскую банковскую систему, заставив правительство национализировать два крупных банка и форсировать консолидацию банковского сектора, Япония могла оказаться на пороге нового кризиса. Депрессия фондового рынка – индекс “Никкей 225” упал с начала 2000 г. на 30% – поставила перед японскими банками острейшую проблему, связанную с наличием в их портфелях больших пакетов акций и проблемных долгов. Резкое падение фондового рынка существенно сократило средства и возможности банков компенсировать потерю средств в результате невозврата выданных кредитов путем продажи акций компаний. Кроме того, удешевление акций, находящихся в портфелях банков, ограничивало их возможность формировать резервы, необходимые для покрытия безнадежных долгов. По подсчетам аналитиков из “ING Barings”, резервы на покрытие проблемных долгов в крупных японских банках составляют лишь 2,5% от выданных кредитов.⁹⁹

Стремительный подъем обозначился на фондовых рынках. В 1999 г. улучшение экономики АТР и возвращение портфельных инвестиций привели к подъему фондового рынка на 25,4% в долларовом исчислении, что значительно превысило показатели роста американского (6,7%)

⁹⁸ IMF World Economic Outlook. 1999. Washington D.C. p.17.

и мирового (4,5%) фондовых рынков. За период конца 1998 – начала 2000 гг. курсы акций (в национальных валютах) выросли в среднем на 50%. В долларовом исчислении, вследствие вздорожания валют, рост курсов акций за этот период был еще выше, что укрепило климат доверия на внутренних рынках и стимулировало потребительские расходы.

Капитализация фондовых рынков в большинстве стран АТР в начале 2000 г. достигла или даже превысила докризисный уровень.¹⁰⁰

В 1999 – начале 2000 гг. государственное потребление и инвестиции продолжали поддерживать экономическую активность во всех странах, пострадавших от кризиса. Однако по мере стабилизации экономической ситуации в АТР, потребуются ужесточение кредитно-денежной и фискальной политики, чтобы избежать перегрева некоторых экономик. Такое ужесточение могло возникнуть в Южной Корее, где фискальная консолидация началась уже в 2000 г. Однако в Таиланде и ряде других стран ВА и ЮВА, где производство все еще не восстановилось, эта консолидация еще не началась.

В 1999 г., вследствие продвижения структурных реформ, снижения процентных ставок, позитивных ожиданий на счет японской экономики и выполнения финансовых обязательств со стороны мирового сообщества, стабилизировалась ситуация и на валютных рынках АТР. Частный капитал начал возвращаться в азиатские страны. В 1999 г. чистый приток частного капитала в них составил 5,1 млрд. долл. против чистого оттока в 38,6 млрд. долл. в 1998 г.

Особенно впечатляющим было улучшение состояния финансовых рынков. Курс большинства валют стран ВА и ЮВА существенно повысился. Так, в начале 1998 - конце 1999 гг. индонезийская рупия и южнокорейский вон возросли относительно доллара на 35% и 25% соответ-

⁹⁹ “Ведомости”, 26.12.00. (“Японии грозит новый кризис”).

венно. Малайзия составляет исключение, так как она в сентябре 1998 г. ввела контроль над движением капитала и до сих пор поддерживает фиксированный валютный курс. Разница в доходности международных облигаций, выпущенных странами, пострадавшими от кризиса, резко снизилась. Величина этой разницы является важным показателем инвестиционного климата в стране: чем выше разница в доходности, тем ниже степень доверия международных инвесторов. В апреле 1997 г. правительство Южной Кореи, для мобилизации иностранной валюты, выпустило два облигационных займа сроком на пять (\$1 млрд.) и десять лет (\$3 млрд.). В то время разница в годовых доходах на эти облигации, по сравнению с американскими казначейскими векселями той же срочности, составляла 3,35% и 3,55% соответственно. Наивысшего предела эта разница достигла в третьем квартале 1998 г. – 7,2%, после того как Россия установила мораторий на платежи по внешним займам. С тех пор разница в доходности южнокорейских облигаций понижалась. Похожая тенденция прослеживалась и в других странах. В третьем квартале 1998 г. в Индонезии разница в доходности составляла 16%, в Таиланде и Филиппинах – по 7%. В конце 1999 г. разница в доходности по сопоставимым американским казначейским векселям для Южной Кореи и Таиланда составляла примерно 1,8%, тогда как для Филиппин и Индонезии – 3,1% и 5,5% соответственно.

Успехи, достигнутые в восстановлении экономики региона, скрыли существенные проблемы в корпоративном и финансовом секторах этих стран. Спад в финансовом секторе и расходы на его реструктуризацию оказались намного выше прогнозируемых. По некоторым оценкам расходы на финансовую реструктуризацию составят в Индонезии – 58% ВВП, в Южной Корее – 16%, Малайзии – 10% и Таиланде – 32% ВВП.

¹⁰⁰ Asian Development Outlook 2000. Asian Development Bank. p.22. (www.adb.org)

**Таблица №.38: доля "реально нефункционирующих" кредитов
(в % от общих кредитов) и фискальные издержки структурных ре-
форм (в % к ВВП).**

СТРАНА	Конец 1997	конец 1998	Сентябрь 1999	Неофициальные оценки, наивысший уровень	Фискальные из- держки реструк- туризации
	<i>Официальные данные</i>				
Южная Корея	–	7,6	6,6	20–30	16
Индонезия	–	–	–	60–85	58
Малайзия	–	18,9	17,8	20–30	10
Филиппины	5,4	11,0	13,4	15–20	–
Таиланд	19,8	45,0	44,7	50–70	32

Источник: Asian Development Outlook 2000. Asian Development Bank. (www.adb.org)

Основной проблемой остается тяжелый груз корпоративных долгов. По оценкам частных финансовых экспертов, в Индонезии не менее 60-85% кредитов являются нефункционирующими, в Южной Корее и Малайзии этот показатель в 2000 г. составлял 20-30%, а в Таиланде – 50-70%. Согласно официальным оценкам, доля необслуживаемых кредитов намного ниже, однако даже по ним можно проследить значительный рост проблемных долгов, начиная с осени 1997 г.

Следует заметить, что не все фирмы пострадали одинаково: экспортноориентированные компании пострадали от кризиса меньше, чем компании по производству услуг; малые фирмы (за исключением Южной Кореи) пострадали сильнее, чем крупные компании. В Малайзии, например, около 75% безнадежных долгов приходится на фирмы, занятые в сфере услуг. В Таиланде на малые фирмы и домашние хозяйства приходится 50% таких долгов.

Многочисленные и влиятельные деловые и политические круги, обладающие особыми правами и интересами, существенно тормозят и ограничивают проведение структурных реформ.

В настоящее время перед регионом стоит угроза. Замедление темпов роста экономики США ограничивает ее импортные потребности, особенно на средства информатики, поскольку при сокращении капиталовложений спрос на этот вид продукции может упасть более резко. Электронное оборудование составляет более половины совокупного экспорта Малайзии, Сингапура и Филиппин; и не менее 80% экспорта Малайзии приходится на американские рынки. Если американские фирмы сократят свои расходы на средства информатики, в РС АТР произойдет резкое сокращение экспорта. На Тайване экспорт в январе - феврале 2001 г. был на 4% ниже, чем в третьем квартале 2000 г. Рост экспорта в Южной Корее за тот же период замедлился с 27% до 6%. ВВП Южной Кореи сократился уже в четвертом квартале 2000 г., когда американские фирмы еще только начали сокращать расходы на средства информатики.

Экспорт долгое время играл важную роль в азиатском экономическом росте, однако в настоящее время ситуация значительно отличается по сравнению с ситуацией перед экономическим спадом в США в 1990-1991 гг. Правительства стран АТР до сих пор не смогли преодолеть слабость внутреннего спроса. Азиатские страны, за исключением Китая, в 2000 г. имели бюджетный дефицит в среднем равный почти 4% ВВП; в 1997 г., т.е. до кризиса их бюджеты были более уравновешены. На данный момент кредитно-денежная политика также менее эффективна, вследствие ослабления кредитно-денежных систем во время кризиса. Банки, все еще отягощенные проблемными кредитами, не желают выдавать новые кредиты.

Большинство экспертов ожидают, что рост американской экономики в 2001 г. резко замедлится, но не перейдет в рецессию. Если эти ожидания оправдаются, то экономический рост НИС-4 и АСЕАН-4 в

2001 г. замедлится с 8,5% до 2,3% и с 4,8% до 1,3% соответственно. Тем не менее, опасения насчет того, что АТР стоит перед новым финансовым кризисом, преувеличены. Большинство азиатских "тигров" уже отказались от фиксированных валютных курсов и, в отличие от 1997 г., все они имеют активные БТО.¹⁰¹

Реструктуризация корпоративного и финансового секторов в Южной Корее и АСЕАН-4.

Резкое удешевление валют, ухудшение инвестиционного климата и паралич финансовой системы стран ВА и ЮВА характеризовали раннюю стадию финансового кризиса. Неопределенность в отношении поведения местных вкладчиков и иностранных кредиторов и сомнения в финансовом благополучии заемщиков, фактически приостановили банковское кредитование. Чтобы избежать полного краха банковской активности, первоначально стратегия финансовых реформ сосредоточилась на возрождении доверия инвесторов и привлечении капитала. Наиболее распространенным методом были государственные гарантии, причем на ранней стадии кризиса гарантии выдавались как зарубежным инвесторам, так и местным вкладчикам.

С углублением кризиса и по мере осознания несостоятельности корпоративного и финансового секторов, стратегия реформ изменилась в сторону их реструктуризации с акцентом на ликвидацию или реструктуризацию неплатежеспособных финансовых институтов путем их слияния или рекапитализации; улучшение корпоративного управления; дерегулирование внутренних рынков и повышение гибкости рынка труда.

Схематически можно представить следующие модели реструктуризации долгов, возрождения банков и повышения рентабельности ком-

¹⁰¹ The Economist, March 31st–April 6th 2001. p.85.

паний. Первая – рыночная модель, согласно которой компаниям и банкам предоставляется максимальная свобода договариваться о способах выхода из экономических трудностей. Государство берет на себя функции обеспечения благоприятной внешней среды, стимулирует развитие рынка капитала, проводит надлежащую налоговую политику, лишает лицензий неплатежеспособные банки и в соответствии с законом инициирует банкротства проблемных финансовых институтов и компаний.

Вторая модель предполагала антикризисные меры при более активном участии государства, но при ведущей роли банков. Правительство обеспечивает восстановление акционерного капитала, а банки самостоятельно занимаются реструктуризацией долгов компаний. Преимущества такой модели можно усмотреть в том, что государство не вмешивается в рыночные процессы, и тем самым обеспечивается тесная связь между банками и компаниями под строгим банковским контролем.

Третья модель предполагала реструктуризацию долгов компаний и рекапитализацию банков при ведущей роли государства, для чего создаются специальные институты. В рамках такой модели государство может приобретать у банков безнадежные долги компаний и выпускать под них облигации. Вследствие сокращения банковских активов отношение капитала к активам увеличивается. Однако подобный вариант требует больших затрат со стороны правительства. По некоторым оценкам, в "кризисных" странах АТР, чтобы привести банковский капитал в соответствие с нормативной базой (8% от активов), потребовалось бы примерно 20% ВВП. Недостаток этой модели в том, что между банками и предприятиями разрушаются связи, а банки утрачивают информацию о деятельности компаний.¹⁰²

¹⁰² Былиняк С.А. "Азиатский финансовый кризис: причины и последствия" «ВОСТОК» №6, М. 1999. с.87.

В основе финансовой реструктуризации во всех странах, пострадавших от кризиса, лежали три главных принципа: а) минимизация морального риска, связанного с использованием государственных денежных средств для рекапитализации банков; б) максимизация степени участия частного сектора путем фискальных и административных стимулов; с) гарантия, что целью реструктуризации являются не только правовые институциональные и регулирующие аспекты банковского сектора, но и его финансовое благополучие. Банкам поручалось привести в соответствие с мировыми стандартами нормативную базу капитала, кредитную классификацию, бухгалтерский учет, создание резервов для покрытия убытков по кредитам и др.

Стратегия реструктуризации корпоративного сектора в азиатских странах строилась на сходных основаниях. Все страны разработали новые внесудебные системы для реструктуризации долгов крупных компаний. Индонезия, Южная Корея и Малайзия основали комитеты по реструктуризации корпоративных долгов, Таиланд использовал консультативный комитет по реструктуризации корпоративных долгов.

Несмотря на схожесть основных принципов, детали и темпы финансовой и корпоративной реструктуризации сильно различались. Дальше всех в реструктуризации корпоративных и финансовых секторов продвинулись Южная Корея и Малайзия. Однако Южная Корея приняла жесткий курс макроэкономического урегулирования в соответствии с программой МВФ и быстро закрыла, объединила или поддержала неплатежеспособные финансовые институты, тогда как Малайзия предпочла контроль над движением капитала и не закрыла ни одного финансового института. После сужения финансового сектора вследствие закрытия фактически всех финансовых компаний Таиланд принял более последовательный рыночный подход, позволив банкам расширить

собственный капитал. Индонезия лишь относительно недавно приступила к решению банковских и корпоративных проблем. Менее пострадавшие от кризиса Филиппины разработали рыночные реформы, с акцентом на переустройство надзорных систем.

Индонезия

Первым шагом Индонезии в сторону структурных реформ финансового сектора было создание новых институтов. Для реструктуризации проблемных банков и их активов, в январе 1998 г. в качестве независимого органа было создано Агентство по реструктуризации банков. В рамках этого агентства в апреле того же года было создано специальное подразделение для покупки “плохих” долгов у проблемных банков. К концу 1999 г. в руках этого подразделения находилось $\frac{2}{3}$ всех безнадежных долгов. В конце июля 1997 г. Индонезия имела 160 частных банков. В сентябре 1998 г. все частные банки поделили на три категории (А, В, С), основываясь на соотношении их капитала и активов. Все нежизнеспособные банки, относящиеся к группам “В” и “С”, были закрыты в марте 1999 г. В течение одного года 66 банков закрылись, а 12 перешли под контроль государства.

После закрытия нескольких десятков банков, банкротства и реорганизации других банков к середине 1999 г. нормально работать смогли лишь 60 банков.¹⁰³ Впоследствии, государственная банковская система составила 75% пассивов банковской системы. Однако, реструктуризация этих государственных банков началась лишь в 2000 г. По неофициальным оценкам, около 80% неоплаченных кредитов являлись безнадежными. В результате, большинство индонезийских финансовых институ-

¹⁰³ «Юго-восточная Азия в 1999 г. Актуальные проблемы развития». М. ИВ РАН. 2000. с.87.

тов в начале 2000 г. остались неплатежеспособными или недокапитализированными, а их кредитные операции значительно сократились.

Одной из основных причин краха банковской системы является отсутствие эффективной системы банковского надзора. Осознав это, Индонезия приняла ряд мер по усовершенствованию банковского регулирования и надзора. Тем не менее, банковский надзор все еще ограничен, вследствие слабости рычагов контроля и нехватки квалифицированного персонала.

Попытки Индонезии реструктурировать корпоративный сектор начались также с создания новых институтов и улучшения законодательства. Первым делом правительство в июле 1998 г. создало Агентство по реструктуризации долгов для реструктурирования внешнего долга. Это агентство позволяет дебиторам и кредиторам страховать себя от валютных рисков в том случае, если они заключили соглашение о пересмотре условий и структуры долга. В целях улучшения управления корпоративным сектором в августе 1998 г. был представлен новый закон о банкротстве, а в 1999 г. прошел новый закон против коррупции.

Несмотря на такую обстоятельную правовую и институциональную структуру, реструктуризация корпоративного сектора идет очень медленно. К концу июня 1999 г. были зарегистрированы лишь 80 случаев банкротства, хотя почти половина индонезийских компаний была неплатежеспособна или испытывала трудности по обслуживанию долговых обязательств. Основным сдерживающим фактором реструктуризации корпораций было отсутствие реформы финансовой системы. Слабые недокапитализированные банки нуждались либо в ресурсах, либо в технических навыках для разрешения проблем, связанных с корпоративными долгами. Другим тормозящим фактором является относительно крупный внешний долг Индонезии. Без помощи иностранных креди-

торов, включая Японию, Индонезия вряд ли сможет обслуживать такой долг, в частности 36 млрд. долл. иностранным банкам.

Южная Корея

Во избежание изъятий вкладов из банков, южнокорейская реформа финансового сектора предусматривала в первую очередь возрождение доверия к рынку посредством государственных гарантий. Однако, когда ситуация стабилизировалась, приоритет изменился в сторону реструктуризации или ликвидации неплатежеспособных и реабилитации жизнеспособных финансовых институтов. В тоже время были признаны и приняты мировые стандарты банковского надзора и регулирования. В феврале 1998 г. была создана правовая основа реструктуризации корпоративного сектора. В апреле того же года была основана Комиссия по финансовому надзору, осуществляющая мониторинг всех финансовых компаний.

В начале 1998 г. при помощи государственных средств были рекапитализированы и национализированы два крупнейших банка страны ("Кореа фёст бэнк" и "Сеул бэнк"). 29 июня 1998 г. Комиссия по финансовому надзору объявила о закрытии и поглощении более здоровыми банками пяти неплатежеспособных коммерческих банков. Спустя два года после начала кризиса количество банков уменьшилось с 33 до 23. Правительство также закрыло или поддержало 21 из 30 торговых банков и 22 других финансовых институтов.

Частный сектор Южной Кореи сделал огромный вклад в процесс реструктуризации. В начале кризиса правительство ассигновало 64 трлн. вон (\$53,3 млрд.) на финансовую реструктуризацию. К концу 1999 г. правительство полностью использовало ассигнования для покупки у финансовых институтов 20,5 трлн. вон (\$17,1 млрд.) безнадежных долгов.

Для реформирования корпоративного сектора Южная Корея использовала трехступенчатый подход. Во-первых, согласно специальному плану были реструктурированы четыре крупнейших "чеболь", известных как "большая четверка". К концу 1999 г. этим "чеболь" необходимо было снизить коэффициент задолженности до 200% и устранить перекрестные гарантии между дочерними компаниями.

Во-вторых, менее крупные "чеболь" подвергались внесудебным разбирательствам, основанным на "лондонском" подходе.

В-третьих, реструктуризация мелких и средних компаний была передана в ведение банков-кредиторов. Чтобы избежать прекращения платежей и сохранить занятость, этим фирмам предоставили льготный доступ к кредитам. По сравнению с другими странами, в Южной Корее на мелкие и средние фирмы приходилась малая часть неоплаченных банковских кредитов.

Большинство банков, включая реструктурированные, значительно улучшили структуру доходов и активов. Улучшились также их кредитные способности. Однако финансовая реструктуризация все еще далека от завершения. Многие небанковские финансовые институты, включая страховые компании, также нуждаются в реабилитации.

В ходе реструктуризации корпораций банки понесли значительные потери. Так, потери от реструктуризации "Деу", второго по величине южнокорейского "чеболь", оцениваются в \$10,4 млрд. Требования о снижении коэффициента задолженности, предъявленные "большой четверке", привели к списанию и конверсии долгов (debt-equity swaps) и другим убыточным для коммерческих банков операциям. Эти издержки осложнили им расширение капитала и резервов для покрытия убытков реструктуризации корпораций. Несмотря на это, некоторый прогресс все же проглядывается. К концу 1999 г. средняя нормативная база ком-

мерческих банков достигла 10,5%. Тем не менее, по некоторым оценкам правительству Южной Кореи понадобятся дополнительные средства, не считая \$53,3 млрд., потраченных на реформу финансового сектора.

Филиппины

На Филиппинах, менее всего пострадавших от валютно-финансового кризиса, не произошло масштабного банковского кризиса, а поэтому им не потребовалась поддержка МВФ. Страна фактически не имела краткосрочных внешних обязательств в инвалюте, ее банки, спустя два десятилетия реформ финансового сектора, были хорошо капитализированы, производственный сектор был меньше и менее обременен долгами, чем в других странах. По сравнению с остальными странами, Филиппины проводили рыночные реформы при наименьшей степени участия в них государства. Основные элементы реформ включали: а) усиление надзорных систем банковского сектора; б) своевременное вмешательство для эффективного решения банковских проблем и сохранения устойчивой банковской системы; в) укрепление и модернизация государственных банков; г) снижение стоимости посреднических услуг финансовых институтов; д) улучшение законодательной и регулирующей структур.

В целях улучшения надзорной системы, ЦБ потребовал от банков создать 2%-й общий резерв для покрытия убытков по кредитам, а также ограничил масштабы банковского кредитования частного сектора до 20% их совокупных кредитов. Для укрепления государственных банков ЦБ сделал упор на продаже акций частным инвесторам. В мае 1998 г. установленные законом резервные требования были снижены с 10% до 8%. В области управления центральный банк внес поправки в основные банковские законы для того, чтобы: а) ограничить возможность коммерческих банков инвестировать в фирмы; б) изменить функции, пол-

номочия и размер минимальной капитализации траст-компаний; в) привести в соответствие с Базельскими принципами резервную норму капитала; г) дать ЦБ право на ежегодную проверку коммерческих банков.

Таиланд

Как и другие страны региона, Таиланд начал структурные реформы с создания новых институтов. Через три месяца после начала кризиса в октябре 1997 г. правительство основало в виде независимого органа Агентство по реформе финансового сектора (АРФС) для работы с проблемными финансовыми компаниями и Компанию по управлению активами для покупки реально нефункционирующих активов. В конце 1997 г. АРФС закрыло 56 из 58 проблемных финансовых компаний и с тех пор избавляется от их активов.

Аукционы по продаже их активов собрали \$20,5 млрд. и почти 60% из этой суммы пошли на долги добросовестным финансовым компаниям.¹⁰⁴ После закрытия финансовых компаний правительство прибегло к рыночному способу реструктуризации и рекапитализации оставшихся финансовых институтов. В надежде привлечь частных инвесторов правительство последовательно вводило строгую кредитную классификацию и требовало создавать резервы для покрытия убытков по кредитам.

В январе 2000 г. только четыре банка приняли план рекапитализации, предложенный правительством. В 2000 г. доля безнадежных кредитов в коммерческих банках была настолько высока (50% и более), что у них не было никакой возможности провести рекапитализацию посредством нормальных деловых операций.

Малайзия

¹⁰⁴ "Таиланд: выход из кризиса через реформы". КОМПАС №35 (ИТАР-ТАСС 2.09.99), с.60.

Малайзийский опыт реструктуризации отличается от опыта других стран двумя аспектами. Во-первых, Малайзия начала проводить реформы, имея более сильный финансовый сектор. До кризиса в этой стране были разработаны эффективные процедура банкротства и надзорная система. Банковский сектор был также хорошо капитализирован (отношение капитала к активам превышало 10%). Во-вторых, в сентябре 1998 г. Малайзия изменила макроэкономическую политику, отказавшись от услуг МВФ и прибегнув к системе контроля над капиталом.

Однако, как и в других странах, начальным этапом реформ стало создание новых административных организаций – Компании по управлению активами банков (Пенгурусан Данахарта Насионал Бдхили Данахарта (июнь 1998 г.)) с начальным капиталом 2,5 млрд. ринггит и специального агентства – Фонда национального капитала (Данамодал Насионал Бхд. (август 1998 г.)).¹⁰⁵ Оба института достигли значительных успехов в реструктуризации банков. “Данамодал” влил \$1.6 млрд. в десять финансовых институтов, тогда как “Данахарта” выкупил 50% просроченных долгов. Одновременно ЦБ снизил норму обязательного резервирования для коммерческих банков с 13,5% до 4%, что позволило высвободить 14 млрд. ринггит. В середине 1999 г. доля необслуживаемых кредитов составляла около 20%. Совокупные издержки реформ оценивались примерно в 10% ВВП.

Вместо закрытия институтов, как это было в Южной Корее и Таиланде, Малайзия попыталась ускорить рационализацию и консолидацию банковской системы. В январе 2000 г. ЦБ одобрил образование десяти банковских групп из оставшихся после кризиса 54 банков (из 88 в конце 1997 г.).

¹⁰⁵ «Юго-восточная Азия в 1999 г. Актуальные проблемы развития». М. ИВ РАН. 2000. с.90.

До кризиса корпорации в Малайзии были менее обременены долгами в отличие от других стран, наиболее пострадавших от кризиса, поэтому спад корпоративной активности там был менее значительным с учетом того, что фирмы, вследствие сильной зависимости от банковского финансирования, серьезно пострадали от роста процентных ставок. Проблемные фирмы в этой стране в основном сконцентрировались в инфраструктуре и секторе недвижимости.

Тем не менее, процесс реструктуризации корпораций, контролируемый специальным Комитетом по реструктуризации корпоративной задолженности, протекает медленно из-за нехватки специально обученного персонала.

Все страны, пострадавшие от кризиса, уже заложили фундамент для создания более сильных и устойчивых корпоративных и финансовых секторов, однако многое еще не сделано. В 2000 г. банки оставались недокапитализированными и имели большие "реально нефункционирующие" кредиты. Доля этих кредитов в среднем по странам региона составила около 20% выданных кредитов.¹⁰⁶

По прогнозу "Джей.Пи.Морган." предполагалось, что большинство стран региона продолжат реформы, но с разными темпами их проведения. Южная Корея останется лидером, но по-прежнему будет нуждаться в улучшении стандартов поведения своих корпораций и в стимулировании роста сферы услуг.¹⁰⁷

¹⁰⁶ Asian Development Outlook 2000. Asian Development Bank, p.31 (www.adb.org)

3.3 «Деятельность международных кредитно-финансовых организаций в экономике ВА и ЮВА во время и после кризиса».

В течение осени 1997 г. МВФ выдвигал свои планы по спасению стран ВА и ЮВА от кризиса, но это не смогло устранить панику, возникшую на финансовых рынках. Требуемые Фондом структурные реформы встречали сопротивление даже в тех случаях, когда правительства государств, обратившихся за поддержкой, обещали свое согласие. Наряду с этим, ряд мер был принят Японией и некоторыми другими азиатскими странами. Эти меры заключались в поиске внутрирегиональных механизмов регулирования и мониторинга финансовой сферы, способных в некоторой степени уменьшить влияние США. В свою очередь, США настаивали на том, что МВФ (где они, безусловно, доминируют) – именно та организация, которая наилучшим образом поможет справиться с кризисом.

В августе – декабре 1997 г. МВФ принял три программы и утвердил их финансирование в размере 4 млрд. долл. для Таиланда (=505% его квоты¹⁰⁸ в МВФ на протяжении 34 месяцев), 10 млрд. долл. для Индонезии (=490% на протяжении трех лет) и 21 млрд. долл. для Южной Кореи (=1939% на протяжении трех лет).

Для Таиланда основные элементы программы реформ изначально включали:

- реструктуризацию банковского сектора, в т.ч. идентификацию и закрытие нежизнеспособных финансовых институтов и рекапитализацию банковской системы;

¹⁰⁷ J.P. Morgan. Asian Financial Markets. 1999, Singapore, April, p.1

¹⁰⁸ Квота члена в МВФ определяется, в основном, суммой членских взносов, доступностью к кредитам Фонда и долей в распределении СДР.

- фискальные меры (около 3% ВВП) для сведения 1 %-го бюджетного профицита в 1997/98 ф.г. и обеспечения средств для финансовой реструктуризации, включая повышение НДС с 7 до 10%;
- приведение монетарной политики в соответствие с новым валютным режимом.

Реформы, предписанные МВФ Индонезии, были во многом схожи с таиландской программой. Индонезийская программа, кроме вышеупомянутых элементов, включала:

- либерализацию внешней торговли и инвестиций;
- ликвидацию национальных монополий и расширение программы приватизации;
- сокращение государственных расходов на менее приоритетные на тот момент проекты развития инфраструктуры и снятие льгот на уплату НДС.

В Южной Корее экономические реформы, как и в Индонезии и Таиланде, состояли из реструктуризации финансового сектора, улучшения надзорных систем, плана рекапитализации банковской системы, повышения НДС, либерализации торговли и движения капиталов, а также устранения непрозрачных связей между правительством, банками и корпорациями и публикаций основных экономических и финансовых показателей.

Малайзия, изначально отказавшаяся от теоретической и финансовой помощи МВФ, смогла, опираясь на свои внутренние ресурсы и возможности, ослабить влияние кризиса и выработать собственную программу выхода из кризиса. Она не без успеха задействовала и ряд внешних факторов, включая помощь Японии, Исламского банка, а также стран-членов АСЕАН, прежде всего Сингапура и Брунея Даруссалама.¹⁰⁹

¹⁰⁹ «Юго-восточная Азия в 1999 г. Актуальные проблемы развития». М. ИВ РАН. 2000. с.82.

По словам М. Камдессю, бывшего в тот период директором-распорядителем МВФ, для поддержания экономического роста и финансовой стабильности в условиях глобализации мировой экономики необходимы, кроме стабильной валюты, разумной фискальной политики и открытых рынков, следующие элементы:

- создание равного игрового поля для частного сектора путем ликвидации монополий и установления более простых и прозрачных систем управления;
- создание сильной банковской системы, защищающей сбережения мелких вкладчиков и свободной от государственного вмешательства при распределении кредита;
- снижение непродуктивных государственных расходов на вооружение, престижные проекты, субсидии и гарантии привилегированным секторам и компаниям;
- повышение расходов на здравоохранение и образование; адекватная социальная защита для бедных, безработных и других уязвимых групп и охрана окружающей среды;
- более строгая отчетность и прозрачность государственных и корпоративных операций и более конструктивный диалог с рабочим и другими классами гражданского общества для поддержания реформ и гарантий, что все слои общества выгадают от возобновления экономического роста.¹¹⁰

Азиатский кризис 1997-1998 гг., несомненно, подчеркнул значимость этих элементов. Все три программы потребовали (кроме вышеперечисленного) значительного увеличения процентных ставок, чтобы остановить спираль валютных девальваций. Все реформы требовали глубокого изменения практики внутрихозяйственной деятельности, корпо-

¹¹⁰ M. Camdessus "Is the Asian Crisis Over?". April 2, 1998. National Press Club Washington, D.C.

ративной культуры и поведения государства. Программы, конечно, отличались друг от друга, но в каждом случае МВФ требовал создание фонда, который бы покрывал расходы по реструктуризации финансового сектора и способствовал восстановлению устойчивости платежного баланса.¹¹¹

В 1999 г. Всемирный Банк удвоил усилия, предпринимаемые им во всех регионах, стремясь более полно учитывать потребности клиентов и обеспечить контроль над программами развития со стороны местных властей. Обязательства по кредитованию в 1999 ф.г. достигли рекордного уровня в \$29 млрд. (по сравнению с \$28,6 млрд. в 1998 ф.г. и \$19,1 млрд. в 1997 ф.г.), что во многом связано с помощью для проведения реформ в АТР. Распределение помощи, оказанной МБРР и МАР по регионам в 1999 ф.г. показано ниже:

Диаграмма №.3: предоставление займов МБРР и МАР по регионам в 1999 ф.г.



Источник: Всемирный Банк, Пресс-релиз №. 2000/033/S.

¹¹¹ S.Fisher "The Asian Crisis: A View from IMF". Washington, D.C. January 22, 1998.

Кредиты на цели структурной перестройки, включая институциональное строительство, улучшение управления, кредитование различных секторов экономики (в соответствии с экономической политикой) и обеспечение социальной защиты, в 1999 ф.г. составили \$15,3 млрд., впервые превысив инвестиционное кредитование, так как Банк поддерживал проведение широкого диапазона реформ в послекризисный период. Более половины займов на осуществление структурной перестройки было ориентировано на снижение бедности поддержку социальных секторов. Эта помощь позволила сохранить социальные расходы на базовые услуги, усилить системы социальной защиты и начать реформы, обеспечивающие оживление экономики с ориентацией на бедные слои населения и создание рабочих мест. В 1999 ф.г. объемы кредитования Восточной Азии и Латинской Америки в совокупности составили \$10,2 млрд. Поддержка финансовых систем, корпоративного управления, законодательства о банкротстве, раскрытия информации – еще один важный аспект кредитов на цели структурной перестройки.

Одним из основных каналов поступления в страны АСЕАН японской финансовой помощи в годы кризиса стал план министра финансов Японии Киити Миядзавы.¹¹²

По "плану Миядзавы" Япония для преодоления кризиса должна была предоставить АСЕАН-4 и Южной Корее помощь на сумму \$30 млрд.¹¹³ В феврале 1999 г. Индонезии выделили согласно этому плану \$2,4 млрд., в том числе около 1 млрд. – кредит в иенах. Малайзии в период с декабря 1998 г. по январь 1999 г. было выделено в общей сложности более \$2 млрд. Таиланду выдали в декабре 1998 г. \$2,35 млрд., из которых \$1,85 млрд. – прямая помощь, а \$500 млн. в форме страхования

¹¹² «Юго-восточная Азия в 1999 г. Актуальные проблемы развития». М. ИВ РАН. 2000. с.202.

¹¹³ Там же, с.93.

торговли. Филиппины получили в январе 1999 г. через Экспортно-импортный банк \$1,4 млрд.¹¹⁴

Для оказания странам АСЕАН и Южной Кореи помощи для выхода из кризиса Япония направила по различным каналам в период с августа 1997 г. по август 1999 г. около \$80 млрд.¹¹⁵

Австралия предложила финансовую помощь Таиланду в форме “валютного свопа” – свыше \$1 млрд. были конвертированы в баты, при условии, что обратная операция будет проведена в строго определенные сроки.

В 90-х гг. по сравнению с предыдущим десятилетием объемы международной помощи развивающимся странам значительно возросли. Объем чистого нельготного финансирования увеличился с \$6 млрд. в 1997 г. до \$12 млрд. в 1998 г. без учета чистых кредитов МВФ, объем которых возрос с \$15 млрд. в 1997 г. до \$21 млрд. в 1998 г. С августа 1997 г. по декабрь 1998 г. международное сообщество выделило Бразилии, Южной Корее, Индонезии, Таиланду и России почти \$190 млрд., из которых в начале 1999 г. было перечислено \$63 млрд. Помощь международных кредитно-финансовых институтов (МКФИ) обеспечивалась в основном быстро, хотя и с учетом продвижения реформ, согласованных с МВФ. Между августом 1997 г. и октябрём 1998 г. Таиланд получил от ВБ и МВФ около 60% финансовых средств. Южная Корея получила почти 90% еще на ранней стадии развития кризиса. Напротив, вследствие медленного проведения реформ официальная помощь Индонезии была приостановлена после первоначального транша (\$3 млрд.) в начале ноября 1997 г. Выплаты МВФ возобновились лишь в мае 1998 г. и увеличились летом, после произошедших политических изменений.

¹¹⁴ Там же, сс.201-203.

**Таблица №.39: финансовая помощь, предоставленная странам,
пострадавшим от кризиса, в июле 1997 – октябре 1998 гг. (млрд.
долл.)**

СТРАНА	Выделенные средства				Полученные Средства			
	МВФ	На много- сторонней основе*	ВБ	На двусто- ронней ос- нове	Всего	МВФ (1/17/99)	ВБ	Другие
Индонезия	11.2	10.0	5.5	26.1	42.3	8.8	1.3	1.4
Южная Корея	20.9	14.0	10.0	23.3	58.2	19.0	5.0	4.0
Таиланд	4.0	2.7	1.5	10.5	17.2	3.1	0.8	8.9
Всего	36.1	26.7	17.0	59.9	117.7	30.9	7.1	14.3

Источники: IMF SURVEY 8/28/98, Washington, p.280; World Bank. 1999. *Global Development Finance*. Chapter V. p.91. (* – ВБ, АзБР и Межамериканский Банк Развития).

Тем не менее, приведенные ниже данные показывают, что вклад МВФ был относительно велик.

Таблица №.40: кредиты МВФ в % к ВВП и внешнему долгу.

СТРАНА	По отношению к:	
	ВВП	Внешнему долгу
Индонезия	5%	7%
Южная Корея	5%	12%
Таиланд	6%	5%

Источник: World Bank 1999. *Global Development Finance*. Chapter V. p.93.

В международной кредитно-финансовой системе МКФИ выполняют часто функции "кредитора последней инстанции". Эти функции было особенно сложно выполнять во время финансового кризиса 1997-1998 гг., так как значительная краткосрочная задолженность и открытые счета по операциям с капиталами создали ситуацию, при которой обеспечить финансирование, необходимое для покрытия потенциальных обязательств в твердой валюте, было фактически невозможно. Помощь МКФИ давала возможность на время прикрыть дефицит внешних ре-

¹¹⁵ Там же, с.203.

сурсов, прекратить отток капитала, укрепить доверие к рынкам, поддержать политические реформы, необходимые для разрешения кризиса, и ослабить системный риск, когда инвестиционный климат был особенно неустойчив.

МВФ взял на себя ряд функций по выводу азиатских стран из финансового кризиса. При содействии ВБ, АзБР, МБР и нескольких богатых государств МВФ организовал пакет финансовой помощи этим странам. Программы Фонда обозначили контуры структурных реформ, особенно в финансовой сфере, и меры по улучшению эффективности рынков и управления.

Кредиты АзБР за период 1966-1998 гг. составили \$77,3 млрд. и ушли на реализацию 1500 проектов в 37 развивающихся странах. В 1998 г. кредиты АзБР получили 21 страна и три региональных проекта. Из них наиболее крупные пришлись на Индонезию (\$1,8 млрд. или 30,7%), Китай (\$1,2 млрд. или 20,1%), Филиппины (\$855,4 млн. или 14,3%) и Таиланд (\$630 млн. или 10,5%). В том же году финансовый сектор развивающихся стран АТР получил \$1,7 млрд., что составило около 28% всех кредитов Банка. Основная часть этих средств была потрачена на реформы. Наиболее крупная часть пакета досталась Индонезии (\$1,5 млрд.) на проведение реформы финансового управления. АзБР также выделил значительные ресурсы (\$800 млн.) на проведение социальных программ в Таиланде и Индонезии. В 1998 г. общая сумма 66 выделенных АзБР кредитов для 57 проектов составила \$6 млрд. В 1997 г. эта сумма равнялась \$9,4 млрд., из которых \$4 млрд. выделили на программу финансового сектора в Южной Корее.¹¹⁶

Рецепты МВФ, прописанные странам, пострадавшим от кризиса, подвергаются критике и по сей день. Сторонники свободного рынка, в

¹¹⁶ Asian Development Bank News Release №.29/99, 26 April 1999. Asian Development Bank.

том числе многие члены Конгресса США, критиковали руководство МВФ и администрацию Клинтона, исходя из того, что при отсутствии антикризисных мер открылись бы более широкие рыночные возможности.

Традиционная стратегия МВФ в периоды банковских кризисов заключается в том, чтобы гарантировать инвесторам мощную поддержку, а главное, убедить их в ее достаточности. Это должно дать им уверенность в том, что вложенные средства не пропадут, и заставит их прекратить поспешное изъятие капиталов. В свою очередь, инвесторы перестанут паниковать, и в экономике страны-должника наступит порядок. В ответ на предоставленную передышку страна-должник обязуется провести реструктуризацию, которая обеспечит выплату долга. Если все идет хорошо, гарантийные обязательства заканчиваются, не потребовав от налогоплательщиков ни единого цента. Стоимость реструктуризации полностью ложится на страну-должника, переходящего на режим "строгой экономии".

Международный капитал рассчитывал на то, что в ВА и ЮВА, как и в Латинской Америке, долговой кризис приведет к продаже корпоративных активов по бросовым ценам и переходу контроля над банками и корпорациями в руки иностранного капитала. Международный капитал хотел бы видеть такое разрешение кризиса, которое принудило бы местных бизнесменов уступить ему собственность или контроль над ней в качестве условия спасения.

Одна из задач МВФ в ВА и ЮВА, впрочем, как и в Латинской Америке, заключалась в защите банков путем превращения частного долга в государственный. Традиционным условием Фонда являлось введение в проблемных странах режима "строгой экономии", ведущего к росту безработицы, падению заработной платы и уровня жизни.

Касаясь обвинений в адрес МВФ в том, что он является орудием внешней политики США, журнал "Экономист" отмечал, что навязанные Южной Корее меры, особенно предоставление сфер, открытых для деятельности иностранных банков, всегда занимают важное место в двусторонних переговорах, проводимых США.¹¹⁷

Государственная поддержка стран, пострадавших от кризиса, помогла им смягчить риски и сократить расходы на стабилизацию экономики. Страны, охваченные кризисом, продолжали обслуживать свой государственный долг, за исключением Индонезии, где была планомерно проведена реструктуризация долга. Несмотря на то, что перечисление средств МКФИ зависело от хода реализации согласованных реформ, роль частных кредиторов азиатских банковских систем оказалась весьма ограниченной.

¹¹⁷ The Economist, December 13th 1997, pp. 65-66.

Заключение

Главной причиной столь стремительного и длительного подъема, который испытали страны ВА и ЮВА в 90-е гг., явилось своевременное и быстрое переключение экономики с импортзамещающей модели развития на стратегию экспортной ориентации, что в сочетании с массивным привлечением внешних ресурсов (капитала и технологии) позволило этим странам не только повысить степень, но и коренным образом изменить профиль своего участия в МРТ и обмене.

Важнейшей институциональной предпосылкой реализации такой степени стратегии стало эффективное взаимодействие государства и частного бизнеса. Однако влияние государства, отражавшего, как правило, интересы крупных чиновников и большого бизнеса, на экономическое развитие этих стран было весьма противоречивым: с одной стороны, защищая внутренний рынок и поощряя экспортную экспансию, государство во многом способствовало достижению и поддержанию высоких темпов экономического роста, а с другой стороны, поощряя кредитную экспансию банков и всячески подпитывая операции конгломератов, особенно в сфере недвижимости и экспортном секторе, государство усиливало нерациональное распределение и использование ресурсов, тем самым приближая валютно-финансовый кризис.

Главным источником валютных поступлений в период экономического подъема явилась внешняя торговля, а также приток иностранного капитала в виде прямых и портфельных инвестиций и долгосрочных и краткосрочных займов. Но по мере исчерпывания возможностей роста роль генератора роста все более смещалась в пользу внешних ресурсов, причем краткосрочных, что оттягивало момент взрыва, но лишь ценой накопления противоречий.

Внешние факторы (экспорт товаров и импорт капитала) сыграл в экономическом развитии этих стран ключевую, если не решающую роль, но по-разному. В годы подъема наибольших успехов добились страны, чья товарная структура экспорта претерпела наибольшую модернизацию. В кризисной ситуации проявилась еще одна связь: в наибольшей степени пострадали страны, чья зависимость от развитых стран, утративших динамизм роста, была наиболее значительной.

Валютная политика государства в целом способствовала экономическому росту, так как отсутствие жесткой привязки большинства национальных валют к курсу американского доллара позволяла на фазе подъема наращивать экспорт в США, а на фазе спада переключать часть экспорта за пределы зоны доллара. Но она, конечно, не может рассматриваться вне общего контекста экономической политики государства и взаимодействия внутренних и внешних факторов развития.

Причины перенакопления капитала и перепроизводства товаров, лежавшие в основе валютно-финансового кризиса, – двоякого рода, но в разных пропорциях в разных группах стран: изменение структуры спроса для НИС-4 и ограниченность сфер инвестирования для АСЕАН-4, что в значительной мере было усилено, во-первых, чрезмерным кредитованием приоритетных (экспортных) отраслей и непроизводительных (недвижимость) сфер экономики по льготным ставкам и срокам, не отвечавшим реальному состоянию рынков капитала, во-вторых, возникновением дефляционной ситуации на валютных рынках вследствие привязки национальных валют большинства развивающихся стран региона, включая НИС-4, к американскому доллару.

Либерализация экономики ВА и ЮВА и региона в целом объективно давно уже назрела. Но ее реализация в силу внутренних и внешних противоречий носит большей частью не вполне системный и закон-

ченный характер, что особенно ярко проявилось во время валютно-финансового кризиса, выветившего слабые места в производстве и экспорте, государственном управлении и рыночном механизме этих стран.

Более того, преждевременная либерализация внешнеэкономических связей, не подкрепленная макроэкономической стабилизацией и укреплением внутренней институциональной структуры экономики, способна нанести громадный вред вплоть до полного паралича хозяйственной деятельности. Внутренняя и внешняя либерализация экономики должна иметь сбалансированный характер. Внутренняя либерализация должна, как минимум, на шаг опережать рост внешней открытости экономики.

Список использованной литературы:

1. Исследования российских авторов:

1. Амиров В. "Страны АСЕАН в центре финансового кризиса". "МЭ и МО". М., 1998.
2. Антонов В.А. "Мировая валютная система и международные расчеты". М. 2000.
3. Баринов Э.А. "Валютно-кредитные отношения во внешней торговле". М. 1998.
4. Былиняк С.А. "Адаптация к мировому хозяйству: опыт Азии и российские проблемы". М., 1998.
5. Былиняк С.А. "Азиатский финансовый кризис: причины и последствия". "ВОСТОК" №.6, М., 1999.
6. Ершов М.В. "Валютно-финансовые механизмы в современном мире. Кризисный опыт конца 90-х". М., 2000.
7. Кистанов В.О. "Япония в АТР. Анатомия экономических и политических отношений". М., ИВ РАН, 1995.
8. Королев И.С. "Мировая экономика после финансового кризиса". "МЭ и МО", М., 1998.
9. Красавина Л.Н. и др. "Международные валютно-кредитные и финансовые отношения". М., 2000.
10. Монтес М.Ф., Попов В.В. "Азиатский вирус" или "Голландская болезнь"? Теория и история валютных кризисов в России и других странах". М., 1999.
11. Меньшиков С.М. "Новая экономика. Основы экономических знаний". М., 1999.
12. Платонова И.Н. "Валютный рынок и валютное регулирование". М., 1996.

13. Платонова И.Н. "Валютное регулирование в современной мировой экономике". М., 1999.
14. Смирнов А.Л., Красавина Л.Н. "Международный кредит: формы и условия". М., 1995.
15. Федякина Л.Н. "Мировая внешняя задолженность: теория и практика урегулирования". М., 1998.
16. "АСЕАН в системе международных экономических отношений". под ред. С.А. Былиняка. М., 1994.
17. "АСЕАН: итоги, проблемы, перспективы". Материалы научной конференции Отдела Юго-Восточной Азии ИВ РАН. М., 1998.
18. "Современный финансово-экономический кризис. Реакция нарождающихся рынков и центров мировой экономики". Материалы научно-практической конференции. Отв. ред. В.М. Давыдов, М., ИЛА РАН, 1999.
19. "Социально-экономическое развитие стран Юго-Восточной Азии: уроки для России". Отв. ред. Былиняк С.А., Иоанесян С.И.. М., 1996.
20. "Экономический кризис и пути его преодоления". Материалы научно-практической конференции 19 ноября 1998 г. ИВ РАН, М., 1999.
21. "Юго-Восточная Азия в 1999 г. Актуальные проблемы развития". ИВ РАН, М., 2000.
22. "Юго-Восточная Азия в 2000 г. Актуальные проблемы развития". ИВ РАН, М., 2001.

II. Документы и материалы международных организаций, статистические и справочные издания:

1. "Issues and Controversies: Asia's Economic Crisis." March 20, 1998. American Enterprise Institute (www.aei.org).
2. "Is the Asian Crisis Over?". April 2, 1998. Address by Michael Camdessus Managing Director of the IMF at the National Press Club Washington, D.C.

3. "The Asian Crisis: A View from IMF". January 22, 1998. Addressed by Stanley Fisher at the Midwinter Conference of the Banker's Association for Foreign Trade. Washington D.C. (www.imf.org)
4. APEC Economic Outlook 1998. "Economic Trends and Prospects in APEC Region". November 1998. (www.apec.org)
5. Asian Development Bank, News Releases: №№. 32/99; 26/98; 29/99; 34/99. (www.adb.org)
6. Asian Development Outlook 1998, 1999, 2000. Asian Development Bank.
7. IMF Annual Report 1999 (Chap. I, II). IMF Washington (www.imf.org)
8. IMF International Capital Markets 1997, 1998, 1999. IMF Washington.
9. IMF Statistical Yearbook 2000. IMF Washington D.C.
10. IMF World Economic Outlook 1996, December 1997 (Interim Assessment), 1998, 1999, 2000. IMF Washington, D.C.
11. Institute of International Finance, Inc. "Capital Flows to Emerging Market Economies". January 27, 1999.
12. JP Morgan "Asian Financial Markets". Singapore. April 30, 1999.
13. OECD, Economic Survey of Australia, December 1999. (www.oecd.org)
14. OECD, Economic Survey of Japan, December 1999. (www.oecd.org)
15. UNCTAD. Trade and Development Report, 1996. Macroeconomic Management, Financial Governance, and Development: Selected Policy Issues. Geneva 1996.
16. World Bank, Global Development Finance: Debt Restructuring and Rescue Packages Helped Offset Private Capital Flow Reversals During the Crisis. 1999. Washington D.C. (www.worldbank.org)
17. World Bank, Global Development Finance: Foreign Direct Investment Resilient in the Face of Financial Crisis. April 1999. Washington D.C.
18. World Bank. Baseline Forecast (Appendix V: Regional Economic Developments and Prospects). March 1999. (www.worldbank.org)

19.Всемирный Банк. Годовой отчет ВБ за 1999 ф.г. Пресс-релиз №.2000/033/S.

III. Исследования зарубежных авторов:

Federal Reserve Bank of San-Francisco (www.frbsf.org), Asia-Pacific Economic Research Department:

1. Chan Huh. "Banking Sistem Developments in the Fore Asian Tigers". №. 97-22; August 8, 1997.
2. Kenneth Kasa, "Could Russia Have Learned from China?". №.98-26; September 4, 1998.
3. Kenneth M. Kletzer. "The Cost of Managing Speculative Capital Inflows in the Pacific Basin". №.97-09; March 28, 1997.
4. Michael Hutchison. "Financial Crises and Bank Supervision: New Directions for Japan?". №. 97-37; December 13, 1997.
5. Michael Hutchison. "How Costly Are IMF Stabilization Programs?". №.01-08; March 30, 2001.
6. Ramon Moreno. "Dealing with Currency Speculation in Asian Pacific Basin". №. 97-10; April 11, 1997.
7. Ramon Moreno. "Lessons From Thailand". №. 97-33; November 7, 1997.
8. Ramon Moreno. "Pacific Basin Notes: Trade Liberalisation in the Pacific Basin". №.96-33; November 8, 1996.
9. Ramon Moreno. "What Caused East Asia's Financial Crisis ?". №. 98-24; August 7, 1998.
- 10.Reuven Glick. "Capital Flows and Exchange Rates in the Pacific Basin". №.98-22; 1998.
- 11.Reuven Glick, Andrew K. Rose. "How Do Currency Crises Spread?". №.98-25; August 28, 1998.

12.Reuven Glick, Ramon Moreno. "Government Intervention and The East Asian Miracle". №.97-20; July 11, 1997.

13.Reuven Glick, Michael Hutchison. "Capital Controls and Exchange Rate Stability in Developing Countries". №.01-21; July, 2001.

14.Robert T. Parry. "Development of Financial Services in the Asia Pacific: Issues and Opportunities". №. 96-18; June 7, 1996.

15."The Recent Experience with Capital Flows to Emerging Market Economies", OECD Working Paper №.211; 1999. OECD Economic Department. Paris. (www.oecd.org)

16."Trends in OECD Countries' International Competitiveness: The Influence of Emerging Market Economies", OECD WP №195; 1998. OECD Economic Department. Paris. (www.oecd.org).

17.Barry Bosworth and Susan M. Collins. "From Boom to Crisis and Back Again: What Have We Learned?". Working Paper №.7, February 2000. Asian Development Bank Institute, Tokyo.

18.Caroline Van Rijckeghem, Beatrice Weder. "Sources of Contagion: Finance or Trade?". IMF WP №. 99-146; October 1999. IMF Washington.

19.Corsetti G., Pesenti P., Roubini N. «What caused the Asian currency and financial crisis ?» 1998. NBER Working Paper №.w6833. (www.nber.org).

20.Francesco Caramazza, Jahangir Aziz. "Fixed or Flexible? Getting the Exchange Rate Right in the 1990s". April 1998. IMF, Washington D.C.

21. Franklin Allen, "Financial Structure and Financial Crisis". June 2000. Asian Development Bank Institute. Tokyo.

22.Kenichi Ohno. "Exchange Rate Management in Developing Asia: Reassessment of the Pre-crisis Soft Dollar Zone". 1999. Asian Development Bank Institute. Tokyo.

23. Nicholas Crafts. "East Asian Growth Before and After the Crisis". IMF WP №.98-137; September 1998. IMF, Washington, D.C.

24. Nouriel Roubini, "The Introduction to Open Economy Macroeconomics, Currency Crises and the Asian Crisis". Part 1. Basic Concepts, Current Account and Foreign Debt Accumulation. Where the Current Account Deficit in Asia Excessive?". 1998. Stern School of Business, New York University.

25. Radelet Steven, Jeffrey D. Sachs. "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects". Brooking Papers, Vol.28, №.1. 1998.

26. Radelet Steven, Jeffrey D. Sachs, Jong-Wha Lee. "Economic Growth in Asia". July, 1997. Harvard Institute for International Development.

IV. Периодические издания:

1. "Far Eastern Economic Review"

2. "IMF SURVEY"

3. "The Economist"

4. "ВОСТОК"

5. "Ведомости"

6. "МЭ и МО"

7. "КОМПАС" (ИТАР-ТАСС)