

ПРАКТИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ

Проблема внешнего долга и экономическое развитие стран Латинской Америки в 80-ые годы

Шпрингель В.К.

Целью данной работы является исследование роли внешнего долга в генерации экономического кризиса в странах Латинской Америки в 80-ые годы. Особое внимание уделено зависимости экономического развития стран региона и воздействия внешнего долга на них от особенностей структуры национальной экономики и финансового рынка. В статье рассматриваются процессы накопления внешнего и внутреннего долга в странах региона и их обслуживания, а также пути финансовой и экономической стабилизации в условиях высокого внешнего долга.

Введение

В 80-ые годы страны Латинской Америки пережили период жесточайшего экономического кризиса. Средний темп экономического роста в регионе сократился с 6% в 70-ые годы до 1,8% в 80-ые годы, значительно выросли инфляция и безработица. Произошло резкое сокращение притока иностранных инвестиций, а многие страны были вынуждены на время отказаться от обслуживания внешнего долга.

Следует отметить, что в предшествующие кризису годы страны Латинской Америки были одними из основных заемщиков на международном рынке капитала (страны региона в 70-ые привлекали с международного рынка капитала в среднем около 26 млрд. долларов США в год). В итоге, только за период с 1973 г. по 1983 г. общий внешний долг стран региона вырос с 73 до 325 млрд. долларов США. Большая часть внешнего долга была представлена краткосрочной задолженностью с плавающей ставкой, причем примерно 80% долга приходилось на долю государства. В тот период у стран региона не возникало особых проблем с обслуживанием внешнего долга: благоприятная ситуация на товарных рынках, массивные иностранные инвестиции, а также льготные условия кредитования позволяли без особого труда осуществлять выплаты процентов и принципала. Значительный приток средств из-за рубежа также позволял финансировать большой дефицит бюджета и значительный импорт товаров и услуг.

Ситуация резко изменилась в начале 80-ых годов. Жесткая денежно-кредитная политика и бюджетная экспансия, проводившаяся рядом развитых стран

Шпрингель В.К. - аспирант ГУ-ВШЭ, сотрудник отдела анализа банковской системы Департамента пруденциального банковского надзора Центрального Банка Российской Федерации.

(это в первую очередь касается США и Великобритании [12, 16, 17, 23, 24]), привели к росту реальных процентных ставок и снижению темпов экономического роста в них. Рецессия в развитых странах в свою очередь вызвала снижение спроса на традиционные товары экспорта латиноамериканских стран [9], а увеличение процентных ставок значительно ухудшило условия рефинансирования внешнего долга и фактически закрыло международный рынок капитала.

Как известно, негативный шок на товарных рынках воздействует на экономическую систему преимущественно через экспорт на совокупный спрос. Другим его следствием является уменьшение валютных поступлений, что усложняет для государства обслуживание внешних обязательств. Существует также очевидная взаимосвязь между экономическим кризисом и шоком на финансовых рынках: рост расходов по обслуживанию внешнего долга ведет к увеличению бюджетного дефицита, что при условии недостаточной развитости национального финансового рынка и налоговой системы может вызвать необходимость использовать сеньораж для финансирования разрыва между государственными доходами и расходами. Результатом увеличения темпов денежно-кредитной экспансии становится рост уровня инфляции. Также необходимость обслуживания внешнего долга заставляет страны-должники увеличивать объемы экспорта и сокращать импорт.

Подобные соображения явились основой для популярной гипотезы “давления внешнего долга” (*debt-overhang hypothesis*) [15, 21], объясняющей снижение темпов экономического роста в странах-должниках увеличением стоимости обслуживания внешнего долга. В частности, Сакс отмечал, что перевод ресурсов в пользу кредиторов дестимулирует инвестиции и экономический рост в странах-должниках потому, что значительная часть отдачи от инвестиций уходит в виде выплат кредиторам [21].

Существует и другой взгляд на проблему взаимосвязи экономических кризисов и роста стоимости обслуживания внешнего долга. Как показывает исследование статистических материалов, значительный внешний долг и зависимость валютных доходов от цен на рынках сырья были характерны в 70-80-ые годы практически для всех развивающихся стран. Но если Латинская Америка и Африка пережили в 80-ые годы острейшие экономические кризисы, то страны Юго-Восточной Азии, несмотря на значительный внешний долг (около 140 млрд. долларов США), продолжали в тот период успешно развиваться и привлекать десятки миллиардов долларов иностранных инвестиций в год. К тому же и в самой Латинской Америке нашлись страны, относительно безболезненно пережившие данный период (Чили, Венесуэла, ряд стран Карибского бассейна).

Сравнение экономического развития различных стран позволило некоторым исследователям [2, 3, 13] сделать вывод, что перевод ресурсов за границу не мог быть доминирующим фактором экономического спада. В случае, если страны-должники снизили бы потребление, а уровень инвестиций сохранили неизменным, то темпы экономического роста остались бы достаточно высокими. По мнению Камински и Перейры [13], причиной неспособности латиноамериканских стран, в отличие от стран Юго-Восточной Азии, следовать оптимальному пути развития стали социальное неравенство и политическая и социальная нестабильность.

В представленной работе особое внимание уделено структурным факторам кризиса. В статье рассматривается два вопроса. Первый - в какой степени экономический спад и последующее преодоление кризиса зависело от условий на

международном рынке капитала. Второй - как структурные особенности экономик и финансовых рынков стран региона повлияли на их экономическое развитие.

В качестве основного объекта исследования были выбраны 5 латиноамериканских стран: Аргентина, Боливия, Бразилия, Венесуэла и Чили. Эти страны различаются степенью государственного контроля над экспорт-ориентированными секторами экономики (в Чили, Боливии и Венесуэле основные экспортные сектора контролирует государство, а для Бразилии и Аргентины характерен контроль над экспортным производством со стороны частного сектора), уровнем развития финансовых рынков (Бразилия, Чили и Аргентина обладают развитыми, по меркам развивающихся стран, национальными финансовыми рынками, а уровень развития финансовых рынков в Боливии и Венесуэле невысок) и инфляционной динамикой (в Бразилии и Аргентине наблюдался длительный (более 15 лет) период “высокой” инфляции, а для Чили и Венесуэлы высокие темпы инфляции были характерны только в течение относительно короткого периода времени).

Статья построена следующим образом. В первом разделе рассматриваются причины высокой зависимости развивающихся рынков от шоков на международном рынке капитала. В нем выделены каналы воздействия движения капитала на международном рынке на экономическое развитие отдельной страны и показаны различия структуры финансовых рынков развитых и развивающихся стран. Также показаны причины притока и оттока капитала с национального финансового рынка.

Во втором разделе рассматривается экономическое развитие стран региона в 70-80-ые годы. Разбирается относительная роль внутренних и внешних факторов в генерации экономического кризиса в Латинской Америке в 80-ые годы. Отдельно выделена роль валютной политики стран региона в генерации кризиса. Показано, что тяжесть кризиса зависела во многом от того, кто, государство или частный сектор, являлся основным заемщиком, и кому принадлежали основные экспортные сектора экономики.

Заключительный раздел посвящен анализу стабилизационных программ, использованных в странах Латинской Америки для преодоления последствий финансового и экономического кризиса и влиянию внешних условий на успешность проводимых реформ.

1. Влияние международного рынка капитала на экономику развивающихся стран

1.1. Особенности структуры финансовых рынков развивающихся стран

Изменения направления движения финансовых потоков на международном рынке капитала подобно шокам на товарном рынке могут оказывать значительное воздействие на валютный курс, а через него на равновесие на товарном и финансовом рынках внутри страны. Шоки на международном рынке капитала рассматривались как основные причины финансовых кризисов в Аргентине в конце 70-х годов [6, 7, 19] и в Мексике в 1995 г. [5, 22]. Шок на международном рынке капитала является, по мнению многих исследователей [10, 14], и причиной нынешнего “азиатского” финансового кризиса.

Следует выделить несколько способов воздействия международного движения капиталов на экономическую ситуацию внутри страны:

1) Приток капитала позволяет стране финансировать дефицит торгового баланса и поддерживать высокий уровень потребления и инвестиций за счет импорта.

2) Приток капитала увеличивает объем средств, доступный для инвесторов, и позволяет наращивать величину вложений в реальный сектор и тем самым повышает экономический потенциал данной страны.

3) Приток капитала может привести к изменению обменного курса национальной валюты. Если государство использует плавающий обменный курс, то приток капитала ведет к увеличению реальной стоимости национальной валюты (обратная котировка), и его воздействие на экономическую систему опосредовано, прежде всего, через изменение чистого экспорта.

4) Приток капитала увеличивает зависимость национальной экономики от внешних шоков. Очень часто иностранные вложения на рынках развивающихся стран носят явно спекулятивный характер. В условиях асимметрии информации обусловленный внешними причинами отток капитала из отдельно взятой страны может привести к возникновению аналогичных процессов в других странах (эффект заражения (*contagion effect*)).

5) Приток иностранных средств вызывает рост денежной массы внутри страны, что приводит к увеличению темпов инфляции (покупка центральным банком иностранной валюты для пополнения золото-валютных резервов и предотвращения нежелательного роста реального курса национальной валюты является источником роста денежно-кредитного предложения внутри страны). Попытка смягчить монетизацию путем стерилизованных интервенций ведет к сохранению разницы между внутренними и внешними нормами процента и к росту фискальной нагрузки на экономику.

Важнейшую передаточную роль в распространении внешних шоков играют национальные финансовые рынки. Существуют значительные различия в структуре финансовых рынков развитых промышленных стран и развивающихся стран. Для развитых стран характерно преобладание на рынке корпоративных обязательств. Государственные обязательства для большинства развитых стран составляют лишь незначительную часть общей рыночной капитализации, и их эмиссия не служит препятствием для размещения ценных бумаг частным бизнесом (отсутствие эффекта замещения). Приток капитала в таких условиях вызывает рост частных инвестиций и в итоге экономического потенциала системы. Высокая ликвидность и прозрачность информации о состоянии фирмы снижают премию за риск и стоимость привлекаемых с рынка средств для корпоративных заемщиков.

Следует также отметить, что в странах с развитой экономикой и развитым финансовым рынком нормы процента по казначейским обязательствам и соотношение дефицит бюджета/ВВП относительно невелики и поэтому государство не сталкивается со значительными проблемами при обслуживании долга и необходимостью использовать сеньораж в качестве инструмента финансирования дефицита бюджета и средства перераспределения валютных поступлений. Наблюдается независимость монетарной и фискальной политик. Вследствие этого, а также в силу того, что в большинстве развитых стран используется плавающий валютный курс, наблюдается нейтральный или даже негативный инфляционный эффект притока капитала.

Для развивающихся стран характерны принципиально иные, чем в развитых странах структура финансовых рынков и схема взаимодействия фискальной и монетарной политик (подробно проблема взаимодействия фискальной и монетарной политик в условиях различных экономических систем рассмотрена в монографии А.Д.Смирнова [1]). Емкость финансового рынка в развивающихся странах относительно невелика по сравнению с потребностями правительства в финансировании бюджетного дефицита. Высокие риски вложения и значительные объемы эмиссии приводят к высокой стоимости привлечения средств для государства. Это обуславливает необходимость использовать сеньораж для финансирования разрыва между доходами и планируемыми государственными расходами. В итоге необходимость финансирования текущих правительственных расходов, включая расходы по обслуживанию ранее накопленного долга, становится важнейшим мотивом формирования денежного предложения в стране.

На уровень денежного предложения влияет и структура выпускаемых государственных долговых обязательств. В отличие от развитых стран в развивающихся странах, вследствие низкого доверия к государству (как должнику), большинство государственных заимствований сконцентрировано в форме коротких облигаций (со сроком погашения до 1 года), что ведет к монетизации долга.

Таким образом, низкая емкость финансового рынка и низкое доверие к государству со стороны инвесторов служат одними из основных причин роста денежного предложения и увеличения темпа инфляции.

Перечисленные выше факторы также обуславливают необходимость для правительства развивающихся стран осуществлять заимствования на международном финансовом рынке путем выпуска облигаций, номинированных в иностранной валюте. Стоимость привлеченных таким образом средств зависит от процентных ставок в развитых странах, а также от цен на экспортируемые и импортируемые товары (таблица 1). Причинами роста стоимости обслуживания внешнего долга для развивающихся стран могут быть рост процентных ставок в развитых странах, снижение стоимости единицы экспорта и удорожание стоимости единицы импорта.

Таблица 1.

Мировые экономические переменные
(1980 = 100)

	Рост ВВП в развитых странах, % ^{*)}	Рост ВВП в странах Лат. Америки, процентов	Индекс реальных сырьевых цен	Реальная ставка процента в США	Эффективная реальная ставка процента в странах Лат. Америки ^{**)}
1973	6,0	8,6	127	-0,8	-27,4
1974	0,7	6,9	130	1,5	12,3
1975	-0,4	4,1	94	2,7	2,3
1976	5,0	8,3	108	1,0	-8,3
1977	3,9	5,6	121	-0,6	3,0
1978	4,0	3,2	102	0,4	-7,6
1979	3,2	6,1	103	3,5	2,1
1980	1,3	4,5	100	5,6	20,3
1981	1,5	-3,1	87	12,8	25,5
1982	-0,5	-0,7	81	11,0	18,7
1983	2,3	-2,2	89	7,0	9,3

^{*)} Рост ВВП в развитых странах (страны-члены группы OECD) и странах Латинской Америки равен взвешенному по долларовой стоимости ВВП изменению ВВП в данных странах.

^{**)} Эффективная ставка процента в странах Латинской Америки равна дефлятированной по индексу потребительских цен разнице между номинальным LIBOR и приростом сырьевых экспортных цен.

Ограниченность доступных для инвестирования средств приводит к возникновению конкуренции за капитал между государством и частным сектором. Дополнительное размещение государством своих долговых обязательств ведет к сокращению инвестиций в частное производство, то есть возникает эффект замещения между государственными расходами и частными инвестициями.

Поступающие на финансовый рынок иностранные капиталы играют доминирующую роль в процессе ценообразования. Цены финансовых инструментов слабо зависят от фундаментальных экономических показателей. Ориентированность игроков на спекулятивные операции, ограниченность числа обращающихся финансовых инструментов приводит к частому возникновению “спекулятивных пузырей” [5, 11].

Банковская система играет главенствующую, а фондовый рынок - наоборот подчиненную роль в процессе привлечения средств в реальное производство. Только ограниченный круг производителей в развивающихся странах имеет прямой доступ к рынкам капитала и способен привлекать средства путем выпуска акций и облигаций. Остальным, вследствие неразвитости внутренних фондовых рынков, приходится использовать посредничество банков (или предоставление банковских гарантий и поручительств, или кредиты банков в иностранной валюте). Это приводит к удорожанию финансовых ресурсов и высокой зависимости реального производства от финансового состояния банковского сектора.

Банковская система играет и еще одну важную роль в процессе акцептирования иностранных инвестиций. Низкое доверие населения к национальной валюте ведет к тому, что значительная часть валютных поступлений аккумулируется в виде частных сбережений в иностранной валюте. Возможность использования этих средств на инвестиционные цели зависит от степени развитости банковской системы.

В силу того, что в развивающихся странах высоко участие государства в капитале банковской системы и низок профессиональный уровень банковского персонала, распределение кредитных ресурсов зависит зачастую не от экономических факторов (рентабельности и прибыльности). С этим связана низкая эффективность вложений. Государственное участие также обуславливает то, что в случае неплатежеспособности конечного заемщика обслуживание частного долга может лечь на плечи государственного бюджета.

1.2. Причины притока/оттока капитала с развивающихся рынков

Основными иностранными инвесторами на развивающихся рынках являются так называемые квалифицированные инвесторы (банки, инвестиционные фонды, спекулятивные хедж-фонды), умеющие достаточно грамотно оценивать риск и потенциальную доходность вложений и инвестирующие свои средства преимущественно в наиболее ликвидные инструменты (государственные долговые обязательства и ценные бумаги экспортноориентированных компаний, принадлежащих к числу “голубых фишек”). Такие инвесторы ориентированы преимущественно на совершение краткосрочных вложений, получая прибыль на арбитражных и спекулятивных операциях.

Такой характер вложений создает высокую мобильность капиталов: инвесторы получают возможность вывести вложенные средства с минимальными потерями. При выборе объекта вложений иностранные инвесторы ориентируются на

уровень доходности вложений в своей национальной валюте. Условие выбора инвестора в пользу иностранного финансового рынка состоит для них в выполнении неравенства:

$$(1) \quad E_{t-1}(Rd_t) < E_{t-1}(Rf_t) - E_{t-1}(S_t),$$

где $E_{t-1}(Rd_t)$ и $E_{t-1}(Rf_t)$ - соответственно ожидаемые доходности вложений (с учетом вероятности неисполнения обязательств) на внутреннем и иностранном финансовом рынках и $E_{t-1}(S_t)$ - ожидаемое обесценение иностранной валюты относительно национальной (в процентах). Это неравенство показывает зависимость движения капитала на международном рынке от ожиданий изменений валютных курсов.

Инвесторами при выборе страны вложения оценивается множество экономических и политических факторов, в первую очередь денежно-кредитная политика (высокий темп роста денежного предложения увеличивает инфляционную составляющую процентных ставок и вызывает рост вероятности девальвации валюты), вопросы законодательного обеспечения защиты прав инвесторов, условия репатриации капитала, уровень надежности контрагентов.

На оценки отдачи вложений также воздействуют величина дефицита бюджета - бюджетный дефицит рассматривается инвесторами как фактор риска, влияющий на уровень требуемой доходности, - а также используемые способы его финансирования. В случае, если государство финансирует бюджетный дефицит путем сеньоража, то рост дефицита будет сопровождаться увеличением денежной массы и краткосрочным снижением процентных ставок, что наряду с ростом инфляционных ожиданий вызовет отток капитала. Такой способ финансирования дефицита также увеличивает риск девальвации валюты вложения. Если финансирование дефицита бюджета осуществляется с помощью выпуска долгосрочных облигаций, то эффект будет обратным (рост процентных ставок и увеличение притока капитала).

Движение капитала на международном финансовом рынке также зависит от процессов, происходящих на товарных рынках. Обычно приток иностранной валюты наблюдается в те страны, которые имеют положительное сальдо по внешнеторговым операциям и объем валютных поступлений превосходит обязательные внешние платежи (соотношение экспорт/обслуживание внешнего долга). Значительное превышение экспорта над платежами по внешнему долгу рассматривается как гарантия от девальвации валюты страны вложения. Подтверждением данной гипотезы служат результаты проведенного автором анализа: если коэффициент корреляции между сальдо текущего счета и сальдо счета движения капитала для пяти отмеченных выше латиноамериканских стран при нулевом лаге в период с 1973 по 1992 гг. составил 0,62, то коэффициент корреляции между сальдо текущего счета и сальдо по счетам движения капитала с лагом в 2 года оказался равен 0,55.

Существование зависимости движения капитала от состояния внешнеторгового баланса обуславливает цикличность движений средств на международном рынке капитала. Как показал Родригес [18], страна, обладающая положительным сальдо по текущему счету, имеет недооцененную по сравнению с равновесным уровнем валюту. Инвесторы, ориентируясь на недооцененность валюты и ожидая в будущем рост ее реального значения, будут увеличивать свои вложения на финансовом рынке данной страны. Существующий излишек по внешнеторговым опе-

рациям и по счетам движения капитала приведет к росту запасов иностранной валюты и, следовательно, общего богатства. Это в свою очередь вызовет увеличение импортных потоков и соответственно сокращение чистого экспорта. Снижение чистого экспорта может являться сигналом для инвесторов сокращать свои вложения в данной валюте, что спровоцирует отток валюты из страны. Отток валюты из страны в свою очередь может вызвать падение стоимости национальной валюты.

Таким образом, недостаточность внутренних финансовых ресурсов и неразвитость внутренних финансовых рынков, обуславливающие высокую стоимость заемного капитала для производителя, государственное вмешательство и невыгодная структура государственного долга являются одной из основных причин высокой зависимости развивающихся рынков от шоков на международном рынке капитала. Другими важными факторами генерации финансовых кризисов являются экспансионистская денежно-кредитная и/или фискальная политика и отрицательное сальдо по текущим счетам.

2. Экономическое развитие стран Латинской Америки в 70-80-ые годы

В начале 70-ых годов для большинства стран региона было характерно сочетание высоких темпов экономического роста (прирост ВВП составлял в среднем 6-8% в год) и невысоких (в пределах 10% в год) темпов инфляции. Обменные курсы национальных валют стран региона поддерживались на фиксированном уровне по отношению к доллару. Определенное исключение составляли Бразилия, для которой была характерна относительно высокая (свыше 20%) инфляция, Чили и Аргентина, в которых снижение темпов экономического роста и увеличение темпов инфляции началось в середине 60-х годов. Одной из причин этого стало падение цен на основные продукты экспорта: медь (Чили) и продовольствие (Аргентина).

Шоковый рост цен на нефть после 1973 г. имел различные последствия для стран региона. Если, например, Мексика, Венесуэла, Боливия, Эквадор как страны-экспортеры нефти выиграли от роста цен, то большинство других государств региона оказались в числе пострадавших, так как шок вызвал снижение их чистого экспорта и вынудил обратиться за внешними займами для финансирования импорта энергоносителей.

В 70-е годы существовал своеобразный долговой рай: благодаря низким процентным ставкам в развитых странах, выгодным обменным курсам и относительно высоким экспортным ценам стоимость внешних кредитов для латиноамериканских заемщиков была очень низка (таблица 1). Другим фактором, обусловившим рост внешних займов, было превышение внутренних норм процента над нормами процента в развитых странах. Большинство поступавших в экономику стран Латинской Америки средств проходило через банковский сектор.

Однако не только рост стоимости энергоносителей стал причиной накопления внешнего долга. Важную роль в этом процессе сыграла экспансионистская политика стран региона. Иллюстрацией этого служит тот факт, что объем внешней задолженности вырос не только в странах-импортерах, но и в странах-экспортерах нефти (в период с 1973 г. по 1983 г. внешний долг Мексики вырос с 22,5 до 89,8 млрд. долларов, а Венесуэлы - с 5,5 до 44,9 млрд. долларов). Существова-

ла высокая зависимость между изменением сальдо по счетам движения капитала, бюджетного дефицита и денежного предложения. В частности, коэффициент корреляции между изменением денежного предложения и притоком средств по счетам движения капитала в период с 1973 г. по 1992 г. колебался от 0,42 для Аргентины до 0,91 для Бразилии.

В результате массовых внешних заимствований и падения относительных цен экспорта в странах-импортерах энергоносителей одновременно выросли и внешний долг, и соотношение долг/экспорт. Так, к примеру, в период с 1973 г. по 1983 г. внешний долг вырос для Аргентины: с 7,9 до 45,3 млрд. долларов, а соотношение долг/экспорт с 92,7% до 144,7%; для Бразилии - внешний долг: с 26 до 93,1 млрд. долларов, соотношение долг/экспорт: с 236,6% до 364,9%; для Чили - внешний долг с 5,4 до 18,6 млрд. долларов, соотношение долг/экспорт с 282,3% до 374,9%. Общее для стран Латинской Америки соотношение долг/экспорт увеличилось с 1973 г. по 1983 г. с 176% до 243%, а по номинальной стоимости внешний долг за тот же период вырос с 73 до 325 млрд. долларов, причем более 80% общего внешнего долга приходилось на долю государства (в отличие от стран Юго-Восточной Азии, где основными заемщиками выступали частные компании).

Рост иностранных заимствований привел к увеличению импорта и к росту реальных обменных курсов национальных валют, что вызвало уменьшение чистого экспорта и спровоцировало еще большую зависимость стран от внешних источников финансирования. Приток капитала также позволял поддерживать относительно высокие темпы экономического роста, а также стандарты потребления и уровень государственных расходов.

Ситуация резко изменилась в начале 80-ых годов. Падение относительных сырьевых цен на мировых товарных рынках и снижение производства в развитых странах (таблица 1) привело к сокращению доходов от экспорта. Рост процентных ставок оказал значительное воздействие на условия заимствования для стран региона. Он также вызвал рост процентных платежей, что было обусловлено тем, что значительная часть долга была сосредоточена в форме обязательств с плавающей ставкой.

Рост доходности вложений на рынках США и Западной Европы и изменение ожиданий инвесторов относительно условий развития латиноамериканских стран спровоцировали отток капитала с местных финансовых рынков. Оттоку капитала также способствовала вызванная предыдущими процессами переоценка стоимости валют - ожидание девальвации привело к оттоку не только иностранных, но и части местных капиталов (депозиты, принадлежащие гражданам Мексики, в банках США выросли с 1980 г. по 1983 г. на 4 млрд. долларов [9]).

Латиноамериканские страны, за исключением Чили и Бразилии (Приложение 1), не предпринимали попыток ослабить отток капитала путем повышения процентных ставок. Наоборот, чтобы снизить негативное воздействие оттока капитала на уровень инвестиций и производства в большинстве стран процентные ставки были снижены (политика рационализации кредитов). Это, однако, не оказало позитивного влияния на экономическую активность и подхлестнуло рост инфляции.

Высокая инфляция стала одной из основных характеристик экономического развития региона в 80-ые годы. Важнейшими факторами беспрецедентного роста инфляции в период кризиса (в отдельные годы уровень инфляции в Аргентине, Боливии, Бразилии и ряде других стран региона превышал отметку 1000% в

год) стали рост бюджетного дефицита и его финансирование при помощи сеньоража, обесценивание национальных валют, “долларизация” денежного обращения и социальная напряженность.

В условиях принадлежности большей части внешнего долга государству рост затрат на его обслуживание ведет напрямую к увеличению государственных расходов. (Следует отметить, что рост стоимости обслуживания корпоративного долга сопровождается увеличением бюджетных расходов лишь в случае принятия государством на себя части корпоративных обязательств.) Сначала страны региона пытались применять не только эмиссионные механизмы финансирования увеличения расходов, но при попытке увеличить налоги правительства столкнулись с ситуацией массового уклонения от налогов, а опережающее сокращение недолговых расходов было затруднительно в силу социальных причин. Поэтому был избран путь наращивания бюджетного дефицита. Стоит отметить, что страны, осуществившие налоговые реформы, оптимизировавшие государственные расходы и за счет этого снизившие бюджетный дефицит, смогли избежать роста инфляции, несмотря на отток капитала (прежде всего, это касается Чили и Венесуэлы).

Таким образом, нужды обслуживания внешнего долга привели к росту бюджетного дефицита. К середине 80-х годов в Мексике, Аргентине, Боливии и Бразилии дефициты бюджетов выросли до двузначных значений (проценты по отношению к ВВП). В странах региона с относительно развитыми финансовыми рынками (Мексика, Бразилия, Аргентина) для финансирования дефицита бюджета использовали первоначально в основном эмиссию государственных облигаций, однако, преобладание в структуре внутреннего долга краткосрочных бумаг привело к дальнейшему увеличению бюджетного дефицита. В итоге основным механизмом финансирования бюджетного дефицита стал сеньораж, использовавшийся и как способ перераспределения валютных средств из частного сектора в государственный. Объемы сеньоража к середине 80-ых годов резко выросли (Приложение 1), но были сохранены и государственные заимствования на открытом рынке, поскольку ограниченность в силу высоких инфляционных ожиданий и значительной “долларизации” экономики денежной базы, обычно не превышавшей 5-10% от ВВП (в отдельные годы в Боливии и Аргентине соотношение денежная база/ВВП составляло менее 1%), не позволяла резко увеличить доходы государства от сеньоража.

Инфляционное финансирование дефицита бюджета заставляло правительства латиноамериканских стран все больше полагаться на неналоговые источники финансирования государственных расходов - использование сеньоража и обусловленное им повышение темпов инфляции приводило к снижению реальной стоимости налоговых поступлений вследствие существования лага между уплатой налогов и их расходованием (эффект Оливера-Танци) и в связи с запаздыванием пересмотра шкалы налогообложения. В результате соотношение налоговых поступлений и ВВП в странах-должниках, для которых были характерны высокие темпы инфляции, резко уменьшалось. В частности, в Боливии в 1985 г. в период гиперинфляции (инфляция превышала 10000% в год (Приложение 1) соотношение налоговые сборы/ВВП снизилось до 1,3% [20].

Следует отметить, что перераспределение средств в результате изменения структуры государственных расходов также стало фактором снижения инвестиций, негативно отразившемся на уровне производства. Во-первых, высокая доход-

ность государственных ценных бумаг, вызванная ростом бюджетного дефицита, и установление государством ограничений на предельную доходность кредитов реальному сектору во многих странах региона привели к неблагоприятному для развития экономики перераспределению финансовых средств. Во-вторых, произошло сокращение объема государственных расходов, направляемых на инвестиционные нужды. В итоге доля инвестиций в ВВП в тот период упала в странах региона в среднем на 4-5%.

В отличие от 30-ых годов, когда страны Латинской Америки, объявив в массовом порядке дефолт [8], смогли счастливо пережить глобальную рецессию, сейчас они были вынуждены обслуживать внешний долг. (Односторонний мораторий на обслуживание части внешнего долга был объявлен в Перу, Боливии и Никарагуа в середине 80-ых годов, когда затраты на обслуживание внешнего долга сравнялись или превысили налоговые доходы бюджета.) На нужды его обслуживания направлялись значительные ресурсы общества (до 8-10% ВВП в год).

Существует три основных пути решения проблемы внешней задолженности, как это определяет классическая теория:

- 1) увеличение бюджетных доходов, часть из которых направляется на выплату внешнего долга;
- 2) увеличение положительного сальдо внешнеторгового баланса путем замещения импорта или роста экспорта;
- 3) увеличение внутренних сбережений.

Задача государства в условиях высокой внешней долговой нагрузки - обеспечить перераспределение ресурсов в пользу государственных доходов и экспортных, и импортозамещающих отраслей с целью роста чистого экспорта.

Обычно стимулирование экспорта и сокращение импорта достигается путем уменьшения реальной стоимости национальной валюты. Этот способ широко использовался странами региона. В 1982-1990 гг. в латиноамериканских странах с высокой долговой нагрузкой рост курса доллара опережал темп инфляции, как правило, более чем в два раза. При этом следует учесть, что опережающие по сравнению с внутренней инфляцией темпы девальвации использовались не только в целях обеспечения положительного сальдо торгового баланса, но и для решения дополнительных "корректирующих" задач, связанных с падением цен на товары экспорта в годы кризиса внешнего долга.

Валютная политика действительно привела к росту чистого экспорта (Приложение 1). В частности, Бразилии удалось достигнуть в период 1982-84 гг. 30% роста экспорта и 30% сокращения импорта за счет более чем 40% реальной девальвации валюты. Измеренные в период с 1973 г. по 1992 г. коэффициенты корреляции между реальными обменными курсами национальных валют и величиной чистого экспорта составили: Боливия (-0,21), Бразилия (-0,83), Венесуэла (-0,31), Чили (-0,26) и Аргентина (-0,67). Наибольшие по абсолютной величине коэффициенты корреляции между этими двумя величинами наблюдались в странах, в которых основные экспортные отрасли находились в руках частного бизнеса: Бразилии и Аргентине.

С другой стороны, проводившаяся политика снижения реальной стоимости национальных валют вызвала рост инфляции. В условиях Латинской Америки основными каналами передачи инфляционных импульсов от девальвации в те годы являлись:

1) Удорожание импортной продукции, усиленное увеличением таможенных пошлин и ужесточением нетарифных ограничений. Влияние обесценения валюты на уровень цен зависит, прежде всего, от ценовой эластичности спроса на импортируемые товары и услуги.

2) Увеличение денежной массы посредством “монетизации” валютных поступлений по внешнеторговым каналам. Инфляционное влияние этого фактора было слабее в странах с преобладанием государственного экспорта, в которых большая часть валютных поступлений шла непосредственно в бюджет.

3) Увеличение доли государственных расходов, направляемых на обслуживание внешнего долга, поскольку девальвация увеличивает внутренний эквивалент валютных затрат.

Отток капитала вызвал кризис банковской системы, которая как отмечалось выше, играла главную роль в посредничестве между иностранными донорами капитала и его местными получателями. Банкротство ряда крупных латиноамериканских банков в 1982-1983 гг. снизило уровень доступных для инвестирования сбережений и привело к росту “долларизации” денежного обращения. Доллар США в латиноамериканских странах стал использоваться не только как средство накопления, но зачастую и как мера стоимости [20]. “Долларизация” в свою очередь вызвала сокращение спроса на национальную валюту и рост цен, приведя к тому, что в странах с высокой инфляцией спрос на деньги стал значительным образом зависеть от изменения курса доллара.

Существование подобной зависимости подтверждается результатами эконометрического анализа. Для Боливии и Бразилии - стран, в которых наблюдалась высокая инфляция, - в уравнении спроса на деньги вида:

$$(2) \quad \ln M_t/P_t = a_0 + a_1 \ln Y_t + a_2 \ln R_t + a_3 S_t,$$

где M_t - величина агрегата M2, P_t - уровень цен (по ИПЦ), Y_t - ВВП в неизменных ценах, R_t - средняя номинальная доходность депозитов в местной валюте, S_t - доходность вложений в наличные доллары США (период наблюдений: 1967-1996 гг.), коэффициент при доходности вложений в доллар США оказался значимым, в то время как для Венесуэлы - страны с относительно низкой для региона инфляцией - он оказался незначимым (для коэффициента при номинальной доходности депозитов наблюдается обратная ситуация).

Таблица 2.

Результаты эконометрического анализа

Коэффициенты уравнения	Страны		
	Боливия	Бразилия	Венесуэла
a_0	-5,52 (0,53) ^{*)}	-1,49 (0,29)	-0,13 (0,04)
a_1	2,64 (0,23)	1,04 (0,17)	3,11 (0,37)
a_2	0,12 (0,07)	-0,07 (0,05)	0,26 (0,11)
a_3	-0,003 (0,001)	0,04 (0,01)	0,01 (0,11)
R^2	0,85	0,99	0,86
Нормированный R^2	0,83	0,98	0,85
F-статистика	50,1	56,7	55,2
Коэффициент Дарбина - Уотсона	0,47	0,82	0,88

^{*)} В скобках указаны стандартные отклонения.

Обращают на себя внимание обратные знаки коэффициентов при доходности вложений в доллар США в уравнении (2) для Боливии и Бразилии. Для Боливии отрицательный знак коэффициента может быть объяснен тем, что население предпочитало хранить свои сбережения в виде наличной валюты [20]. Положительный знак коэффициента в случае Бразилии объясняется тем, что значительная часть долларовых вложений была сосредоточена в банках (в М2 включены депозиты в иностранной валюте) и, следовательно, чем будет больше доходность этих вложений, тем больше будет спрос населения на этот агрегат. Это предположение подтверждается тем, что когда вместо агрегата М2 в уравнение (2) для Бразилии подставляли агрегат М1, то коэффициент при доходности валютных вложений оказывался отрицательным по знаку.

Важной чертой жизни стран региона, влиявшей на проводившуюся экономическую политику и инфляционные ожидания, стало увеличение социальной напряженности в обществе, выражавшееся в увеличении социального неравенства, росте забастовочного движения, волнениях, частых сменах правительств и военных переворотах.

Следует подчеркнуть, что воздействие внешнего долга на экономику и тяжесть кризисных явлений зависели во многом от того, кто государство или частный сектор являлся получателем дохода от экспорта. Сосредоточенность основных экспортных отраслей в руках государства предполагает, что государство способно одновременно сократить бюджетный дефицит и производить платежи по внешнему долгу за счет мер по увеличению экспортных доходов (например, путем девальвации), а стабильность государственных финансов зависит от спроса на международном товарном рынке. В таких странах как Мексика, Чили, Боливия или Венесуэла, где государство контролировало основные экспортные ресурсы, существовала прямая зависимость между способностью экономики страны обслуживать внешний долг и возможностью государства покрывать государственные расходы: увеличение экспорта приводило одновременно к улучшению платежного баланса и сокращению бюджетного дефицита. Увеличение бюджетного дефицита в свою очередь было связано с падением относительных цен экспорта (нефти - в Мексике, Боливии, Венесуэле, меди - в Чили).

Для стран, в которых основная часть экспортных ресурсов была сосредоточена в руках частного сектора (Аргентина, Бразилия и многие другие страны Южной и Центральной Америки), увеличение экспортных доходов не обязательно отражалось на состоянии государственных финансов: дефицит валютных средств у государства сосуществовал с избытком валютных ресурсов у частного сектора. В этих условиях государство вынуждено приобретать валютные ресурсы проинфляционными способами: путем выпуска ценных бумаг или денежной эмиссии. Эти различия в характере собственности на основные экспортные ресурсы обусловили и различия в инфляционном эффекте кризиса внешнего долга - для стран этой группы кризис внешнего долга характеризовался обычно более высокой инфляцией (Приложение 1).

Таким образом, влияние кризиса внешнего долга на экономики стран Латинской Америки имело комплексный характер. Уменьшение стоимости экспорта стран региона и связанный с обслуживанием внешнего долга перевод ресурсов за рубеж вызвали падение уровня производства. Внешний долг привел в действие механизмы как инфляции спроса, так и инфляции издержек, оказывая воздействие на такие параметры как денежное предложение, бюджетный дефицит,

инфляционные ожидания. Тяжесть экономического кризиса существенным образом зависела от того, кто государство или частный сектор являлся собственником основных экспортных отраслей.

3. Антикризисные программы. Причины успеха или неудачи стабилизационных мероприятий

Необходимость решения проблемы внешнего долга привело к отсрочке в проведении широкомасштабных антиинфляционных программ. Оказание международной помощи странам региона (осуществление программ кредитования со стороны иностранных государств и международных финансовых институтов, программ реструктуризации внешнего долга и т. д.), восстановление равновесия платежного баланса привели к некоторому ослаблению долговой пресса в конце 80-х годов и создали благоприятные возможности для проведения масштабных антикризисных программ.

Необходимо отметить, что первая успешная стабилизационная программа была осуществлена в Чили еще в конце 70-ых годов (1976 - 1980 гг.). Чили одна из первых из стран региона столкнулась с системным кризисом, когда в результате падения мировых цен на медь, роста затрат на энергоносители, связанного с последствиями “нефтяного кризиса”, произошел резкий рост инфляции и падение производства (в период с 1972 г. по 1976 г. потребительские цены выросли в 231 раз, а ВВП сократился на 15%). Правительство, реагируя на нарастание кризисных явлений, было вынуждено пойти на широкомасштабные экономические реформы.

В Чили была проведена классическая ортодоксальная реформа, заключавшаяся в балансировке бюджета, ограничении кредитной экспансии, структурных преобразованиях экономики (приватизация, либерализация внешней торговли, открытие финансовых рынков для иностранного капитала) и введении валютного режима типа “crawling peg”, фиксирующего темпы обесценения национальной валюты. (В июне 1979 г. курс чилийского песо был жестко зафиксирован по отношению к доллару. Это привело к росту реального курса песо и нарушению условий внешней торговли, что вызвало экономический спад и дезинфляцию в 1981-82 гг. В 1982 г. Чили вернулась к режиму “crawling peg” и определению курса песо относительно валютной корзины, составленной с учетом внешнеторгового оборота страны). Важными элементами успеха экономических преобразований стали программа рационализации государственных расходов, позволившая снизить налоги, и массовый приток иностранных средств как по государственным, так и по частным каналам, составлявший в период 1976-81 гг. в среднем 12-13% ВВП (Приложение 1).

В результате, несмотря на неблагоприятную внешнеэкономическую ситуацию (рост цен на нефть и 50% падение цен на медь), безработица в период с 1976 г. по 1980 г. сократилась с 15% до 10%, среднегодовой темп инфляции снизился с 300% (1972-76 гг.) до 44% (1976- 80 гг.), а темп прироста реального ВВП за период составил в среднем 7,5% в год (Приложение 1). Большое внимание в ходе реформ было уделено диверсификации экспорта: помимо традиционной добычи меди Чили стала развивать экспортное сельское хозяйство, рыболовство и машиностроение. Рост экономики и доходов населения позволили государству сократить объем внешних заимствований и зафиксировать объем внешнего долга на

уровне 19-22 млрд. долларов, что при сопутствующем росте стоимости экспорта и ВВП привело к сокращению соотношения долг /ВВП с 125% в 1985 г. до 44% в 1992 г. и к снижению соотношения затрат на обслуживание внешнего долга к экспорту с 43% до 21%. Это также позволило стране достаточно безболезненно пережить отток капитала с финансового рынка в период с 1983 г. по 1988 г.

Примерно в те же сроки была предпринята попытка реформы и в Аргентине. План стабилизации конца 70-ых годов предусматривал отмену контроля цен, либерализацию финансового рынка, введение фиксированного обменного курса (в 1978 г. фиксированный обменный курс был заменен на режим типа "crawling peg", но все равно темп обесценения песо отставал от темпа инфляции), при этом были сохранены импортные ограничения и высокий бюджетный дефицит (за период с 1976 г. по 1981 г. он в среднем составил около 5% ВВП). Монетизация бюджетного дефицита вследствие выпуска краткосрочных облигаций и отсутствие жесткого контроля за ростом кредита не позволили значительно сократить инфляцию (с 440% в 1976 г. инфляция была сокращена до 100% в 1980-81 гг.). Важным фактором прироста денежной массы стал приток иностранных спекулятивных капиталов на финансовый рынок (1978-1979 гг.), привлеченных высокой валютной доходностью вследствие роста реального обменного курса песо [6, 19]. Рост реального курса национальной валюты в итоге (1980-1981 гг.) вызвал снижение чистого экспорта, а ожидание девальвации - паническое бегство капитала. Чтобы предотвратить потерю золото-валютных резервов, правительство Аргентины было вынуждено в 1981 г. девальвировать песо и ввести ограничения на движение капитала.

Второй крупный стабилизационный план - план "Аустраль" - был одобрен правительством Аргентины в 1985 г. Национальная валюта была девальвирована и гибко привязана к доллару США. Был введен контроль за ценами и заработной платой. Дефицит федерального бюджета был сокращен с 12% до 2,5% ВВП. Однако высокие выплаты по внешнему долгу, низкие экспортные доходы (соотношение затрат по обслуживанию внешнего долга к экспорту в 1985-86 гг. в Аргентине составляли свыше 80%) и неспособность правительства договориться с кредиторами относительно параметров реструктуризации внешнего долга вынудили правительство Аргентины увеличить расходную часть бюджета, а финансирование дефицита с помощью кредитов Центрального Банка привело к росту инфляции. В итоге к середине 1986 г. был снят централизованный контроль за ценами и повышена заработная плата, а в начале 1987 г. проведена очередная девальвация.

Почти одновременно с провалом плана "Аустраль" была осуществлена успешная экономическая реформа в Боливии. Программа реформ включала четыре основных пункта: 1) девальвация национальной валюты и последующий переход к управляемому флоту в сочетании со свободной конвертацией; 2) сокращение бюджетного дефицита через повышение цен в общественном секторе (увеличение цен на топливо, коммунальные услуги и транспорт позволило в короткие сроки увеличить государственные доходы на несколько процентов ВВП) и замораживание заработной платы у государственных служащих; 3) расширение налоговой базы и приватизация (боливийская приватизация предусматривала не продажу государственной доли в предприятиях, а увеличение капитала путем дополнительных частных инвестиций); 4) подписание соглашений с МВФ и Парижским клубом о реструктуризации долга. Пятой, недекларируемой частью программы

реформ было введение моратория, несмотря на недовольство со стороны МВФ, на уплату принципала и процентов по долгу частным кредиторам.

Несмотря на значительную девальвацию и увеличение цен в общественном секторе, общий уровень цен стабилизировался почти мгновенно. При этом потери для реального производства были относительно небольшими - падение ВВП за 1996 г. составило 2,5% (Приложение 1). По мнению Сакса [20], основной причиной быстрого снижения темпа инфляции после стабилизации обменного курса стала высокая степень "долларизации" экономики. Он также отмечал, что степень доверия населения к правительственным мерам была долгое время относительно невысокой (рост реальных денежных балансов происходил очень медленно, что свидетельствовало о сохранении в обществе высоких инфляционных ожиданий).

Успешные экономические реформы, осуществленные странами Латинской Америки (Аргентина, Бразилия, Перу) в начале 90-ых, проходили в несколько других по сравнению со стабилизационными программами 80-ых годов условиях. Важным элементом экономической стабилизации в Латинской Америке было возобновление притока иностранных капиталов в страны региона в конце 80-х - начале 90-х годов, вызванное рецессией в развитых странах, снижением международных процентных ставок и упрощением процедур, регулирующих движение капитала в США и Западной Европе. Приток капиталов в Латинскую Америку вырос с 1987 г. по 1991 г. с 8 до 40 млрд. долларов в год (большая часть притока капиталов пришлась на долю Мексики, Аргентины, Бразилии и Чили). В отличие от ситуации в 70-ые годы, когда внешние средства использовались главным образом на финансирование государственных расходов, основными заемщиками в 90-ые годы выступили частные компании [4].

Как показывают статистические данные МВФ, приток капитала привел к оживлению экономики (темпы прироста реального ВВП в целом по региону вырос с - 0,1% в год в 1987 г. до 3% в год в 1991 г.), сокращению уровня фискального дефицита (с 5,7% до 0,7% за тот же период), снижению соотношения внешний долг/экспорт и росту соотношения официальные резервы/импорт, а также повышению реальной стоимости валют стран региона. Важным залогом успеха реформ и одной из причин притока капитала стало проведение под контролем МВФ реструктуризации долга латиноамериканских стран, что наряду с ростом экспортных поступлений позволило в среднем сократить соотношение затрат по обслуживанию внешнего долга к экспорту с 45% в 1985 г. до 25% в 1993 г. при том, что внешний долг стран региона в номинальном выражении вырос за тот же период с 380 до 490 млрд. долларов США.

Ключевую роль в успехе аргентинской программы реформ 1991 г. сыграла стабилизация обменного курса национальной валюты и денежного предложения через систему "currency board", устанавливающую строгое соотношение между приростом денежной массы и увеличением золото-валютных резервов. Другими составными частями плана стали: проведение приватизации государственной собственности, снятие торговых ограничений и ограничений на движение капитала, увеличение потребительских налогов (налога на добавленную стоимость и подоходного налога) при одновременном сокращении корпоративных налогов, рост собираемости налогов и снижение государственных расходов, что в совокупности позволило ликвидировать бюджетный дефицит. За короткий срок были достигнуты поразительные успехи: была значительно снижена инфляция, достигнут рост промышленного производства и обеспечен значительный приток

иностранных капиталов (Приложение 1). За тот же период в результате реструктуризации внешнего долга и капитализации его части в ходе приватизации правительству удалось сократить внешний долг на 10,4 млрд. долларов, а соотношение внешний долг/ВВП - с 45,5% до 35%.

Одной из последних в ряду латиноамериканских стран экономические реформы осуществила Бразилия. Отчасти это было связано с тем, что ей удалось договориться об условиях реструктуризации внешнего долга позже других. Бразильские реформы (план "Реал"), начавшие осуществляться с середины 1994 г., также в своем основании имели классическую ортодоксальную схему, заключавшуюся в стабилизации государственных финансов через увеличение налоговых сборов и сокращении расходов, приватизации государственной собственности, девальвации и фиксации курса национальной валюты относительно доллара, либерализации внешней торговли, дерегуляции финансового рынка и сокращении темпов роста денежного предложения путем поддержания высоких реальных процентных ставок (что стимулировало приток капитала в страну). Помимо отмеченных выше мероприятий правительство осуществляло контроль за ростом заработной платы в общественном секторе (ценовой контроль на товарном рынке при этом был минимальным). Было реструктурировано около 35 млрд. долларов долга Бразилии перед частными иностранными кредиторами. Это позволило сократить выплаты по обслуживанию долга с 4% ВВП в 1993 г. до 2,5% в 1995 г. В результате реформ удалось достаточно быстро сократить инфляцию (с 50% в месяц в июне 1994 г. до менее 1% в январе 1996 г.), хотя ускорения темпов экономического роста при этом добиться не удалось и сохранился достаточно высокий бюджетный дефицит (свыше 5% ВВП с учетом дефицитов региональных бюджетов).

Таким образом, стабилизационные программы, осуществленные в странах региона, были ориентированы на решение трех взаимосвязанных задач - регулирование совокупного спроса, корректировку относительных цен и управление инфляционными ожиданиями. Основными частями данных программ являлись сокращение государственных расходов и рост налогов, либерализация финансового рынка и внешней торговли, приватизация, девальвация и различные формы фиксации обменного курса, а также ужесточение денежно-кредитной политики. Большую положительную роль в успехе программ сыграло достижение договоренностей с кредиторами, позволившей снизить долговую нагрузку на бюджет.

Заключение

Изучение опыта экономического развития стран Латинской Америки убедительно показывает, что рост внешней задолженности на определенном этапе может стать причиной системного экономического кризиса. Высокий внешний долг в условиях оттока капитала с финансового рынка и роста стоимости рефинансирования обязательств может привести к ускорению инфляции и падению производства. Возникновение кризисной ситуации и ее тяжесть существенным образом зависят от структуры экономики, производства, степени развития национальных финансовых рынков и принадлежности внешнего долга.

Следует отметить, что несмотря на географическую отдаленность Латинской Америки от России и историческую отдаленность описываемых в статье событий от текущего момента, опыт экономического развития латиноамериканских

стран в тот период чрезвычайно важен для понимания процессов, которые происходят или могут произойти в современной России.

Наша страна сейчас, как и страны Латинской Америки в 80-ые годы, столкнулась с проблемой обслуживания внешнего долга. В 1999 г. Россия должна выплатить в счет обслуживания долга около 17,5 млрд. долларов, а в последующие два года еще примерно по 20 млрд. долларов. Проблему взаимоотношений страны с иностранными кредиторами усугубляют отсутствие согласия по поводу реструктуризации ГКО-ОФЗ, неурегулированность проблемы задолженности российских банков по форвардным контрактам, а также возникшие разногласия с МВФ по поводу выделения ранее согласованных траншей. Если не будет достигнута договоренность с кредиторами, Россия встанет перед выбором объявлять суверенный дефолт или направлять огромные ресурсы на цели обслуживания долга. Если будет выбран второй вариант, то следующим вопросом станет, как финансировать расходы по обслуживанию долга: путем увеличения налогов и сокращения недолговых расходов государства или путем сеньоража. В этом плане сравнение результатов экономического развития стран, выбравших различные варианты обслуживания долга, могло бы помочь России сделать правильный выбор.

Возникает вопрос, насколько закономерны “кризисы внешнего долга” и что должно быть предпринято, чтобы их предотвратить. Анализ экономического развития стран Латинской Америки в 70-80-ые годы, стран Юго-Восточной Азии и России в 1997-98 гг. наглядно демонстрирует, что шок на международном рынке капитала служит всего лишь одним из факторов кризиса, своего рода сигналом, определяющим время его начала. Для возникновения экономического кризиса необходимо наличие и определенных внутриэкономических условий.

В Юго-Восточной Азии условиями возникновения финансового кризиса были значительный торговый дефицит и связанная с ним переоцененность национальной валюты, невыгодное соотношение собственные /заемные средства в структуре капитала, высокая доля краткосрочных кредитов во внешних займах.

Для стран Латинской Америки в 80-ые годы и сегодняшней России комбинация кризисных факторов была несколько другой. Для них было характерно сочетание слабости налоговой системы, порождающей массовое бегство от уплаты налогов и концентрацию значительных ресурсов общества в “теневом” секторе, и нерациональности системы государственных расходов. Другими кризисными факторами были финансирование высокого бюджетного дефицита, вызванного переизбыточными выше причинами, с помощью эмиссии краткосрочных финансовых инструментов и/или сеньоража, слабая дифференциация экспорта, обуславливающая зависимость валютных доходов от цен на сырье на мировом рынке, высокая доля краткосрочных обязательств в структуре внешнего долга, недостаточное развитие внутреннего финансового рынка и его зависимость от иностранного капитала, переоцененность национальной валюты, высокие политические и социальные риски для инвестирования.

Экономический кризис 80-ых годов многому научил латиноамериканские страны. Проведенные экономические преобразования и накопленный опыт сделали страны региона более резистентными к внешним шокам. Примерами этого служат отсутствие влияния роста процентных ставок в США в первой половине 1994 г. на экономические показатели латиноамериканских стран [13], достаточно быстрая нормализация экономической ситуации после “текилового” кризиса 1994 - 1995 гг. [5, 22], а также относительно устойчивое развитие экономик стран

региона в настоящее время в условиях общего кризиса доверия к развивающимся рынкам (финансовый кризис пока затронул только Бразилию и Эквадор – страны, в которых реформы фискальной и финансовой систем не были доведены до конца и наблюдались большой бюджетный дефицит и переоцененность национальной валюты). Изучение опыта экономического реформирования стран Латинской Америки может помочь России построить устойчивую, динамичную экономику и избежать многих ошибок роста. Однако, как показывает история, мы – страна, предпочитающая учиться на собственных ошибках.

Приложение 1.

Некоторые макроэкономические характеристики развития стран Латинской Америки^{*)}

Аргентина

	Изменение ВВП, процентов в год	Темп инфляции (по ИПЦ), процентов в год	Прирост денежной массы (агрегат М2), процентов в год	Дефицит (-) /профицит (+) федерального бюджета/ВВП, процентов	Уровень сеньоража (изменение денежной базы к номинал. ВВП), процентов	Реальный обменный курс (1980 = 1)	Чистый экспорт, млн. долларов США	Сальдо по счетам движения капитала/ВВП, процентов
1973	3,2	61,2	74,6	-2,9	3,1	1,22	1036,5	N.A. ^{**)}
1974	6,2	23,5	54,5	-12,2	14,1	1,77	295,8	N.A.
1975	-0,7	182,9	152,9	-11,9	24,5	0,17	-985,2	N.A.
1976	-0,2	444	353,5	-8,8	25,9	0,10	883,1	-2,0
1977	6,2	176	227,2	-4,3	5,2	0,23	1490,3	1,7
1978	-3,3	175,5	172,6	-3,8	6,7	0,35	2565,8	-0,1
1979	7,3	159,5	187,5	-3,0	4,3	0,54	1109,8	4,9
1980	1,5	100,8	91,8	-3,1	2,7	1,00	-2519,2	1,2
1981	-5,7	104,5	100,4	-6,8	3,7	0,50	-287,2	1,3
1982	-3,1	164,8	139,0	-8,3	7,7	0,14	2261	-4,4
1983	3,7	343,8	401,2	-8,4	14,1	0,08	3331,9	-5,1
1984	2,4	626,7	655,0	-11,4	10,9	0,04	3522,7	0,6
1985	-7,0	672,1	428,2	-17,7	17,5	0,07	4581,9	1,0
1986	7,1	90,1	113,0	-6,4	1,8	0,32	2128,1	0,5
1987	2,5	131,3	163,2	-4,8	2,8	0,20	542,4	0,2
1988	-2,0	343	442,9	-3,1	5,1	0,12	3813,2	0,4
1989	-7,0	3079,8	2234,4	-0,7	16,1	0,01	5376,1	-24,7
1990	-1,3	2314	1113,7	-0,3	4,5	0,04	8276,5	-4,8
1991	10,5	171,7	141,3	-0,5	2,3	0,48	3702,5	0,1
1992	10,3	24,9	62,5	0,0	1,4	1,28	-2636,8	3,2

^{*)} Статистические данные взяты из International Financial Statistics (МВФ).

^{**)} N.A. -данные недоступны.

Боливия

Изменение ВВП, процентов в год	Темп инфляции (по ИПЦ), процентов в год	Прирост денежной массы (аг- регат М2), процентов в год	Дефицит (-) /профицит (+) феде- рального бюдже- та/ВВП, процентов	Уровень сеньоража (изменение денежной базы к номинал. ВВП), процентов	Реальный обменный курс (1980 = 1)	Чистый экспорт, млн. дол- ларов США	Сальдо по счетам движения капитала/ ВВП, процентов	
1973	6,7	31,5	32,8	-3,4	3,0	0,59	30,3	N.A.
1974	5,1	62,8	44,3	-1,1	2,1	0,86	166,5	N.A.
1975	6,6	8	23,2	-1,4	1,4	0,85	-113,8	N.A.
1976	6,1	4,5	47,5	-2,5	3,5	0,84	13,6	4,1
1977	4,2	8,1	29,4	-5,1	2,4	0,86	13,8	3,4
1978	3,4	10,4	13,0	-4,0	1,3	0,88	-179	0,5
1979	1,8	19,7	14,9	-7,3	1,1	0,77	-134,5	-3,1
1980	0,6	47,2	38,9	-7,9	3,2	1,00	276,8	3,3
1981	0,9	32,1	27,2	-6,8	1,6	1,20	-4,7	-2,6
1982	-4,4	123,5	230,4	-27,4	11,7	0,31	273,6	-4,6
1983	-4,5	275,6	173,7	-22,2	9,4	0,44	178,5	-21,4
1984	-0,6	1281,4	1411,7	-36,7	15,1	0,33	236	9,0
1985	-1,0	11749,6	7037,5	-41,2	6,9	0,20	-67,5	-15,0
1986	-2,5	276,3	184,7	-1,4	2,0	0,64	-36,2	-2,6
1987	2,6	14,6	92,9	-0,3	1,5	0,62	-196,8	-6,5
1988	3,0	16	28,6	-0,4	3,1	0,62	9,7	-5,3
1989	3,8	15,2	22,2	-0,6	1,9	0,56	210,9	-4,5
1990	4,6	17,1	52,8	-2,1	2,0	0,55	238,9	-2,9
1991	5,3	21,4	50,5	-4,1	2,2	0,58	-120,9	-3,5
1992	1,6	12,1	34,5	-5,3	0,4	0,58	-380,2	-3,1

Бразилия

Изменение ВВП, процентов в год	Темп инфляции (по ИПЦ), процентов в год	Прирост денежной массы (аг- регат М2), процентов в год	Дефицит (-) /профицит (+) феде- рального бюдже- та/ВВП, процентов	Уровень сеньоража (изменение денежной базы к номинал. ВВП), процентов	Реальный обменный курс (1980 = 1)	Чистый экспорт, млн. дол- ларов США	Сальдо по счетам движения капитала/ ВВП, процентов	
1973	13,9	12,7	43,1	0,3	2,3	1,50	-800	N.A.
1974	8,1	27,6	35,5	1,2	1,9	1,44	-6217	N.A.
1975	5,2	29	42,9	-0,5	2,0	1,40	-4922	5,3
1976	10,2	42	38,9	-0,2	2,4	1,38	-3598	6,6
1977	4,9	43,7	44,8	-0,9	2,2	1,43	-1137	4,0
1978	5,0	38,7	51,1	-1,7	2,0	1,42	-2395	6,6
1979	6,8	52,7	73,1	-0,6	3,4	0,96	-4560	4,5
1980	9,2	82,8	61,4	-2,5	2,0	1,00	-4829	5,1
1981	-4,2	105,6	88,1	-2,5	2,0	0,96	-786	6,7
1982	0,8	97,8	84	-2,6	2,1	0,89	-894	4,7
1983	-2,9	142,1	135,8	-4,3	2,0	0,53	5098	-3,3
1984	6,4	197	270,1	-5,1	2,8	0,47	11795	-4,8
1985	7,5	226,9	322,5	-11,1	2,7	0,45	11307	-6,6
1986	7,0	145,2	268,7	-13,3	4,2	0,76	6792	-3,3
1987	3,4	229,7	213,7	-12,0	8,0	0,50	9643	-6,1
1988	-0,1	682,3	803,7	-15,2	4,0	0,36	17439	-8,1
1989	4,0	1287	1462,7	-18,5	10,2	0,32	14508	-11,8
1990	-4,3	2937,8	1289,2	-5,8	6,8	0,59	8890	-3,0
1991	0,0	440,9	633,6	-0,4	6,8	0,50	8670	-3,1
1992	-0,9	1008,7	1606,6	-3,8	8,8	0,47	12725	4,1

Венесуэла

	Изменение ВВП, процентов в год	Темп инфляции (по ИПЦ), процентов в год	Прирост денежной массы (аг- регат М2), процентов в год	Дефицит (-) /профицит (+) феде- рального бюдже- та/ВВП, процентов	Уровень сеньоража (изменение денежной базы к номинал. ВВП), процентов	Реальный обменный курс (1980 = 1)	Чистый экспорт, млн. дол- ларов США	Сальдо по счетам движения капитала/ ВВП, процентов
1973	6,3	4,1	19,8	1,6	1,8	1,07	764	1,2
1974	6,1	8,3	35,6	1,9	2,5	1,00	7396	-3,3
1975	6,1	10,2	53,3	1,6	3,3	1,00	3476	0,6
1976	8,8	7,6	23,3	-3,0	1,9	1,04	2512	0,2
1977	6,7	7,8	25,6	-4,3	2,3	1,05	-225	4,7
1978	2,1	7,1	5,0	-4,1	1,2	1,05	-1414	8,1
1979	1,3	12,4	18,1	1,9	1,4	1,01	4704	6,7
1980	-2,0	21,5	17,3	0,0	0,7	1,00	8566	0,3
1981	-0,3	16	13,5	-1,4	1,6	1,10	9172	-2,8
1982	0,7	9,7	8,5	-4,4	1,8	1,19	4929	-2,3
1983	-5,6	6,3	23,6	-1,5	3,5	1,26	8154	-5,5
1984	-1,4	11,6	18,3	2,1	2,9	0,74	8993	-3,7
1985	1,4	11,4	9,7	2,8	0,4	0,79	7135	-1,1
1986	6,3	11,5	12,9	-2,0	-0,2	0,45	999	-2,1
1987	4,5	28,1	23,8	-4,6	0,6	0,48	1875	2,0
1988	6,2	29,5	16,4	-4,8	0,5	0,59	-1221	-2,0
1989	-7,8	84,5	45,6	-0,1	2,8	0,25	6256	-16,0
1990	6,9	40,7	71,2	0,0	6,2	0,37	10889	-12,1
1991	9,7	34,2	39,2	2,0	3,7	0,41	5113	3,3
1992	6,1	31,4	16,5	-3,1	0,7	0,41	1513	5,8

Чили

	Изменение ВВП, процентов в год	Темп инфляции (по ИПЦ), процентов в год	Прирост денежной массы (аг- регат М2), процентов в год	Дефицит (-) /профицит (+) феде- рального бюдже- та/ВВП, процентов	Уровень сеньоража (изменение денежной базы к номинал. ВВП), процентов	Реальный обменный курс (1980 = 1)	Чистый экспорт, млн. дол- ларов США	Сальдо по счетам движения капитала/ ВВП, процентов
1973	-5,6	361,5	334,0	-7,3	15,2	0,07	-59	N.A.
1974	1,0	504,7	297,3	-5,4	6,6	0,10	333	N.A.
1975	-12,9	374,7	306,7	0,1	6,0	0,13	27	-1,6
1976	3,5	211,8	415,2	1,4	6,6	0,29	219	3,3
1977	9,9	91,9	99,4	-1,1	2,9	0,53	-349	5,8
1978	8,2	40,1	94,0	-0,1	4,0	0,78	-930	13,6
1979	8,3	33,4	66,4	4,8	3,5	0,85	-914	10,9
1980	7,8	35,1	62,1	5,4	3,2	1,00	-1092	11,8
1981	5,5	19,7	28,6	2,6	0,8	1,22	-3344	14,6
1982	-14,1	9,9	34,8	-1,0	0,3	0,91	-283	3,9
1983	-0,7	27,3	21,5	-2,6	1,1	0,78	746	-15,1
1984	6,4	19,9	22,4	-3,0	1,6	0,78	77	-0,4
1985	2,5	30,7	47,3	-2,3	1,5	0,43	732	-9,7
1986	5,6	19,5	25,3	-0,9	2,5	0,50	755	-13,3
1987	6,6	19,9	35,0	1,9	1,3	0,50	828	-3,9
1988	7,3	14,7	27,1	1,0	2,7	0,55	1760	-3,8
1989	9,9	17	31,2	1,4	1,2	0,50	936	4,9
1990	3,3	26	23,5	0,8	1,5	0,49	695	10,4
1991	7,3	21,8	28,1	1,5	2,7	0,53	848	3,0
1992	10,7	15,4	23,3	2,3	1,8	0,62	-122	7,9

* *
* *

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Смирнов А. Д. *Нелинейная динамика переходной экономики*. - М.: Высшая Школа Экономики, 1996.
2. Arrau P. *How does the debt crisis affect investment and growth? A neoclassical growth model applied to Mexico* // *International Economic Department, The World Bank, 1990, WPS № 378*.
3. Borenzstein E. *Debt overhang, credit rationing and investment* // *J. of Development Economics, 1990, № 32*.
4. Calvo G. A., Leiderman L., Reinhart C. M. *Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America* // *IMF Staff Papers, 1993, № 40*.
5. Calvo S., Reinhart C. M. *Capital flows to Latin America: Is there evidence of contagion effects?* in: Calvo G. A., Goldstein M. and Hochreiter E. (eds.) *Private capital flows to emerging markets after the Mexican crises*. 1996.
6. Connolly M. B. *The speculative attack on the peso and the real exchange rate: Argentina, 1979-81* // *J. of International Money and Finance, 1986, № 5*.
7. Cumby R. E., van Wijnbergen S. *Financial policy and speculative runs with a crawling peg: Argentina, 1979-81* // *J. of International Economics, 1989, № 27*.
8. Diaz Alejandro, C. *Latin American debt: I don't think we are in Kansas anymore* // *Brookings Papers on Economic Activity, 1984, № 2*.
9. Dornbusch R., Fisher S. *The world debt problem. Capital flows and world debt in Rasin A. (ed.) Economic policy: Theory and practice*. 1987.
10. Fisher S. *The asian crisis: The view from IMF* - Доклад на конференции Ассоциации содействия международной торговли, 1998.
11. Flood R. P., Garber P. M. *Market fundamentals vs price-level bubbles: the first test* // *J. of Political Economy, 1980, № 80*.
12. Friedman B. M. *Lessons from the 1979-82 monetary policy experiment* // *American Economic Review, 1984, № 74*.
13. Kaminsky G., Pereira A. *The debt crisis: Lessons of the 1980s for the 1990s*, Board of Governors of the Federal Reserve System. *International Finance Discussion Papers, 1994, № 481*.
14. Kochhar K., Loungani P., Stone M. R. *The east asian crisis: Macroeconomic development and policy lessons*, *IMF Working Paper, 1998, WP/98/128*.
15. Krugman P. *Financing vs forgiving a debt overhang: Some analytical notes* // *J. of Development Economics, 1988, № 29*.
16. McCallum B. T. *Monetarist rules in the light of recent experience* // *American Economic Review, 1984, № 74*.

17. Pierce J. L. *Did financial innovations hurt the great monetarist experiment?* // *American Economic Review*, 1984, № 74.
18. Rodriguez C. A. *The role of trade flows in exchange rate determination: A rational expectation approach* // *J. of Political Economy*, 1980, № 88.
19. Rodriguez C. A. *Managed float: An evaluation of alternative rules in the presence of speculative capital flows* // *American Economic Review*, 1981, № 71.
20. Sachs J. *The bolivian hyperinflation and stabilization* // *American Economic Review*, 1987, № 77.
21. Sachs J. *The debt overhang of the development countries in:* G.A. Calvo, R. Findlay, P. Kouri, de Macedo J.B.(eds.) *Debt, stabilization and development*, 1989.
22. Sachs J., Tornelli A., Velasco A. *Financial crises in emerging markets: The lesson from 1995* // *Brookings Papers on Economic Activity*, 1996, № 1.
23. Shafer J. R., Loopesko B. E. *Floating exchange rates after ten years* // *Brookings Papers on Economic Activity*, 1983, № 1.
24. Shiller R. J., Campbell J. Y., Schoenholtz K. L. *Forward rates and future policy: Interpreting the term structure of interest rates* // *Brookings Papers on Economic Activity*, 1983, № 1.