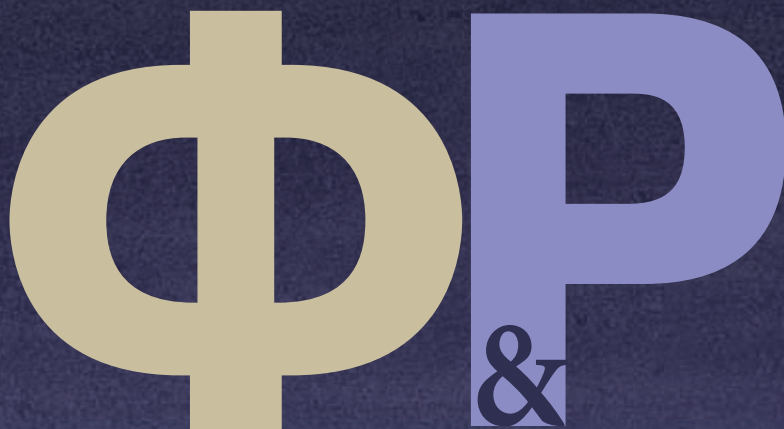




ФИНАНСЫ И РАЗВИТИЕ

www.imf.org/fandd

Сентябрь 2009 года

Лица
кризиса

Бланшар
о поддержании
глобального подъема

Фрэнкел: что актуально
и неактуально в мире
международных денег?

Канеман: вызов
вразумленному
духовенству

Крокетт об укреплении
финансового
регулирования

**Выбор дальнейшего
пути**

Финансы & развитие издается Международным Валютным Фондом ежеквартально на английском, арабском, испанском, китайском, русском и французском языках.

ГЛАВНЫЙ РЕДАКТОР

Джереми Клифт

РУКОВОДЯЩИЙ РЕДАКТОР

Марина Приморац

СТАРШИЕ РЕДАКТОРЫ

Камилла Андерсен
Джеймс Рове
Саймон Уилсон

МЛАДШИЕ РЕДАКТОРЫ

Маурин Берке
Глен Готтселиг
Натали Рамирес-Джумена

РУКОВОДИТЕЛЬ ТВОРЧЕСКОЙ СЛУЖБЫ

Луиса Менхивар

ХУДОЖЕСТВЕННЫЙ РЕДАКТОР

Лай Ой Луи

ПОМОЩНИКИ РЕДАКТОРА

Лиджун Ли
Келли Макколум
Николь Брайнен-Кимани

СОВЕТНИКИ РЕДАКТОРА

Бас Бэккер
Джеймс Гордон
Тим Каллен
Ана Корбачо
Альфредо Куэвас
Пауло Мауро
Жан-Мария Милези-Ферретти
Мол Милс
Ума Рамакришнан
Доменико Фаницца
Томас Хелбинг
Пол Хилберс
Адриен Чисти
Марсело Эстевао

РЕДАКТОР

Александра Акчурина

КОМПЬЮТЕРНАЯ ВЕРСТКА

The Word Express, Inc.

Услуги подписчикам, изменение адреса и заявки на рекламу:

IMF Publication Services
700 Nineteenth Street, NW
Washington, DC, 20431, USA
Телефон: (202) 623-7430
Факс: (202) 623-7201
Эл. почта: publications@imf.org

Почтовым отделениям: об изменении адреса просьба уведомить редакцию «Финансов & развития», International Monetary Fund, Washington DC, 20431 USA. Оплата периодических изданий производится в Вашингтоне, округ Колумбия, и в других почтовых отделениях. Издание на английском языке отпечатано в United Lithographers Inc., Ashburn, VA.

© 2008 Международный Валютный Фонд. Все права защищены. Заявки на разрешение перепечатать статьи в **некоммерческих целях** направлять по адресу: Editor-in-Chief, *Finance & Development* International Monetary Fund Washington, DC, 20431, USA
Телефон: (202) 623-8300
Факс: (202) 623-6149
Веб-сайт: <http://www.imf.org/fandd>
За разрешением на перепечатку статей в **коммерческих целях** обращаться в Copyright Clearance Center на сайте www.copyright.com. За этот вид услуг взимается номинальная плата.

Мнения, выраженные в статьях и других материалах, принадлежат авторам и не обязательно отражают политику МВФ.



ФИНАНСЫ & РАЗВИТИЕ ЕЖЕКВАРТАЛЬНЫЙ ЖУРНАЛ
МЕЖДУНАРОДНОГО ВАЛЮТНОГО ФОНДА
Сентябрь 2009 • Выпуск 46 • Номер 3

ОСНОВНЫЕ СТАТЬИ

ВЫБОР ДАЛЬНЕЙШЕГО ПУТИ

- 8 Поддержание глобального подъема**
Экономический подъем начался, и для его поддержки потребуются тонкое перебалансирование как внутри стран, так и между странами
Оливье Блانشар
- 13 Что актуально и неактуально в мире международных денег?**
В мире международных денег концепции, в течение некоторого времени пользовавшиеся популярностью, утрачивают свою актуальность
Джеффри А. Фрэнкел
- 18 Перестройка финансовой архитектуры**
Что необходимо сделать для укрепления финансового регулирования и надзора?
Эндрю Крокетт
- 20 Что дальше?**
Странам необходимо уже сейчас приступить к разработке экономических стратегий на период подъема экономики
Карло Коттарелли и Хосе Виньялс
- 24 Рост после кризиса**
Для восстановления мировой экономики потребуются найти замену ставшему бережливым американскому потребителю
Франческо Джавацци
- 26 Будущее резервных валют**
Почти столетие доллар США занимал главенствующее положение, но, может быть, этому пришел конец?
Бенджамин Дж. Коэн
- 32 Коренной пересмотр системы**
США предлагают самую радикальную реформу финансового регулирования со времен Нового курса
Рэндалл Додд
- 35 Предвидение следующего кризиса**
Каких результатов можно ожидать от систем раннего предупреждения?
Атиш Р. Гош, Джонатан Д. Остри и Наталия Тамириса
- 38 Лица кризиса**
Как кризис сказался на жизни шести людей в различных обстоятельствах в разных частях мира



А ТАКЖЕ В ЭТОМ НОМЕРЕ

- 48 Набираем экономический рост**
Портативные устройства помогают странам с молодой экономикой перескочить через поколение экономического развития
Оливье Ламбер и Элизабет Литлфилд

Стимулирование экономического подъема

ВОССТАНОВЛЕНИЕ после глубочайшей за 60 лет рецессии началось. Но для его поддержания потребуются искусные меры по перебалансированию экономики как внутри стран, так и между странами. В передовой статье этого номера главный экономист МВФ Оливье Бланшар пишет о том, что выход из кризиса будет непростым. Кризис оставил глубокие следы, которые будут оказывать влияние на спрос и предложение еще в течение многих лет.

В предстоящие месяцы перед директивными органами во всем мире встанет сложнейшая задача: проводить поддерживающие рост меры экономической политики, одновременно планируя их своевременное прекращение. Однако проблемы политики на этом не кончатся. Даже после того, как рецессия отойдет в прошлое, потребуется решить ряд более долгосрочных структурных проблем, для того чтобы вернуть глобальную экономику на путь надежного и устойчивого роста.

В текущем выпуске «Ф&Р» рассматриваются дальнейшие шаги в условиях глобального кризиса и после него. Мы изучаем пути развертывания поддержки на цели преодоления кризиса, способы перестройки финансовой архитектуры и будущее резервных валют. Джеффри Фрэнкель анализирует вопрос о том, что актуально, а что неактуально в глобальных финансах, а группа сотрудников Исследовательского департамента МВФ обсуждает системы раннего предупреждения, которые, как ожидается, позволят эффективно выявлять будущие проблемы.

В нашем регулярном интервью под рубрикой «Люди в экономике» мы беседуем с лауреатом Нобелевской премии Дэниелом Канеманом, результатом работы которого явилось создание области поведенческой экономики, а в разделе «Представьте себе» приводится хронология событий, которая показывает, как ставка интервенции Банка Англии упала до самого низкого за 300 лет уровня.

Джереми Клифт,
главный редактор

- 51 **В процессе изменений**
МВФ создал новую систему для поддержки стран с низкими доходами
Эдвард Джемайель и Самар Мазиад

РУБРИКИ

- 3 **Краткие сообщения**
Увеличение глобальной ликвидности;
Показатели голода — на исторически высоких
отметках; Технические новинки и гигаватты;
Блог МВФ

- 4 **Люди в экономике**

**Вызов вразумленному
духовенству**

*Джереми Клифт
интервьюирует
психолога Дэниела
Канемана*

- 30 **Представьте
себе**

**Самая низкая
за триста лет**

*Ставка интервенции
Банка Англии является
самой низкой с 1694 года
Андрэ Мейер и Саймон Уилсон*



4

- 46 **Возвращение к основам**

Что такое денежно-кредитная политика?

Кошии Матай

- 53 **Книжное обозрение**

*Dead Aid: Why Aid Is Not Working and How There
Is a Better Way for Africa, Dambisa Moyo*
*Successes of the International Monetary Fund:
Untold Stories of Cooperation at Work, Eduard
Braun and Ian McDonald, editors*
*Money, Finance and Political Economy Getting It
Right, Deena Khatkhate*

- 57 **Крупным планом**

Финансовые потоки в Восточную Европу

*Иностранные банки поддерживали
восточноевропейские банки, но финансовый
кризис радикально изменил эту тенденцию
Хосе С. Морено и Рикардо Давико*

Иллюстрации: обложка — Майкл Гленвуд; стр. 13 — ImageZoo/Corbis;
стр. 27 — Брюс Макферсон.

Фотографии: стр. 4 — Шон Гэллан, Getty Images/фотоиллюстрация МВФ;
стр. 8 — Эндрю Лихтенштейн/Corbis; стр. 18 — Энн Тейлор-Хьюз/Istockphoto;
стр. 20 — Etsa/Corbis; стр. 24 — Майкл Спилотро, МВФ; стр. 30–31 —
Rischgitz/Getty Images; Bettman/Corbis; Bettman/Corbis; Keystone/Getty Images;
Эйдриен Деннис/Newscom; стр. 32 — Стэн Хонда/AFR/Newscom;
стр. 35 — Newscom; стр. 38–45 — см. благодарности на стр. 45;
стр. 48 — Сандипан Маджумдар; стр. 53–56 — Фотостудия МВФ.



Подписаться на «Финансы и развитие» легко!

Если Вы хотите регулярно получать одно из следующих пяти печатных изданий журнала «Финансы и развитие» — на английском, арабском, испанском, китайском или французском языке, — есть несколько способов разместить заказ.

В режиме «онлайн» и по RSS-каналу:
Обратитесь на наш сайт по адресу: www.imf.org/fandd

По факсу:
Направьте Ваш заказ по факсу: (202) 623-7201

Электронной почтой:
Направьте нам письмо электронной почтой по адресу:
publications@imf.org

Обычной почтой:
Заполните нижеследующий бланк и пошлите его на адрес
Службы публикаций Международного Валютного Фонда:

International Monetary Fund
Publications Services
PO Box 2245, Williston, VT 05495-2245 USA
Telephone: (202) 623-7430

Журнал «Ф&Р» предоставляется бесплатно подписчикам из развивающихся стран.
С подписчиков в развитых странах будет взиматься плата в размере 25 долларов США
в год (четыре номера) за доставку и упаковку.

Просьба заполнить бланк, указав следующую информацию:

Просьба выбрать издание «Ф&Р» на одном из следующих языков:	
☐ Английский ☐ Французский ☐ Испанский ☐ Арабский ☐ Китайский	
Имя, фамилия:	Адрес:
Название фирмы/организации:	
	Город:
Телефон:	Район/область:
Факс:	Почтовый индекс:
Эл. почта:	Страна:

Вид организации, в которой Вы работаете — просьба выбрать один из нижеследующих вариантов:

☐ Государственное учреждение	☐ Международная или неправительственная организация
Образование ☐ Преподавательский состав ☐ Учащийся	☐ Средства массовой информации
☐ Прочее (просьба указать)	

Способ платежа (не требуется для подписчиков из развивающихся стран)

- ☐ Платеж в размере 25 долларов в США прилагается. Просьба выписывать чеки на имя Международного Валютного Фонда.
- ☐ Просьба начислить платеж на мою кредитную карту (обведите кружком название кредитной карты): Visa/MasterCard/American Express

Номер кредитной карты _____ Дата истечения срока действия ____ / ____ / ____

Подпись _____ Дата подачи заказа _____

Увеличение глобальной ликвидности

МВФ влил в глобальную экономику 250 млрд долларов США посредством нового распределения специальных прав заимствования (СДР) — резервного актива МВФ. Эта мера, утвержденная Советом управляющих МВФ 7 августа, призвана увеличить глобальную ликвидность путем пополнения валютных резервов 186 государств-членов Фонда.

Часть этого распределения в размере, эквивалентном почти 100 млрд долларов США, была направлена странам с формирующимся рынком и развивающимся странам, из которой страны с низкими доходами получили свыше 18 млрд долларов США.

Страны с низкими доходами также получают помощь благодаря новым мерам МВФ, которые резко увеличили объем доступных им кредитных средств. Ожидается, что эти ресурсы — часть которых поступит от планируемой продажи золота МВФ, — повысят уровень льготного кредитования Фонда до 17 млрд долларов США за период до 2014 года включительно, в том числе до 8 млрд долларов США в течение двух последующих лет.

Кроме того, МВФ объявил о нулевой процентной ставке по его льготным кредитам вплоть до конца 2011 года, с тем чтобы оказать странам с низкими доходами помощь в преодолении глобального экономического кризиса.

Показатели голода — на исторически высоких отметках

По прогнозам, показатели голода в мире достигнут исторически высоких отметок в 2009 году, когда число постоянно голодающих составит более одного миллиарда человек, согласно новым оценкам, опубликованным Продовольственной и сельскохозяйственной организацией (ФАО).

Прирост показателей голода является следствием мирового экономического кризиса и более высоких цен на продукты питания, которые привели к снижению доходов и повышению безработицы, сообщило агентство Организации Объединенных Наций. Согласно прогнозам ФАО, в текущем году число голодающих возрастет примерно на 11 процентов.

В Азиатско-Тихоокеанском регионе, по оценкам, от хронического голода страдает 642 млн человек; в странах Африки к югу от Сахары — 265 млн человек; в Латинской Америке и Карибском бассейне — 53 млн человек; в регионе Ближнего Востока и Северной Африки — 42 млн человек, а в развитых странах — 15 млн человек.



Фермер в Лаосе просеивает рис.

Технические новинки и гигаватты

К 2010 году в мире будет более 3,5 млрд подписчиков на мобильные телефоны, 1 млрд персональных компьютеров и будет использоваться 2 млрд телевизоров, говорится в исследовании Международного энергетического агентства. В книге «Технические новинки и гигаватты» (*Gadgets and Gigawatts*) делается вывод о том, что выгоды, приносимые этими устройствами, идут на пользу не только более богатым странам, но и развивающимся регионам. Например, в Африке мобильный телефон имеет теперь каждый девятый человек.



Но в отсутствие новой политики энергия, поглощаемая информационными и коммуникационными технологиями, а также потребительской электроникой, к 2022 году удвоится, а к 2030 году утроится, подрывая усилия по повышению энергетической безопасности и сокращению выбросов парниковых газов, — отмечается в исследовании. А растущий спрос на технологию во всем мире, по всей вероятности, превысит любые сбережения, получаемые благодаря повышению эффективности электронных устройств.

Блог МВФ

МВФ открыл новый блог по вопросам политики — *IMFdirect*, — в котором обсуждаются проблемы глобальной экономики и политики, связанной с кризисом. Этот блог, авторами которого являются старшие экономисты Фонда с обширным опытом работы, содержит размышления о деятельности организации в области экономики и финансов. Материалы, размещенные в настоящее время, освещают дискуссии о мерах политики в ответ на самую серьезную глобальную рецессию со времени Великой депрессии. Блог находится по адресу <http://blog-imf-direct.imf.org/>

МВФ также начал публиковать новое издание в режиме «онлайн» — *The State of Public Finances: A Cross-Country Fiscal Monitor* («Состояние государственных финансов: межстрановой бюджетный монитор»), в котором анализируется состояние государственных финансов в различных странах мира. Это издание будет выходить в апреле и октябре, с сокращенными квартальными обновлениями по мере необходимости.

События в 2009 году

6–7 октября, Стамбул, Турция

Ежегодные совещания МВФ и Всемирного банка

5–6 ноября, Вашингтон

Десятая ежегодная научно-исследовательская конференция им. Жака Полака МВФ

8–10 ноября, Нью-Дели, Индия

Индийский экономический саммит Всемирного экономического форума

14–15 ноября, Сингапур

Совещание руководителей экономических систем стран Совета азиатско-тихоокеанского экономического сотрудничества

16–18 ноября, Рим, Италия

Всемирный саммит глав государств и правительств по вопросам продовольственной безопасности

7–18 ноября, Копенгаген, Дания

Конференция Организации Объединенных Наций по вопросам изменения климата

Вызов вразумленному духовенству

Джереми Клифт представляет психолога **Дэниела Канемана**

ДЛЯ Дэниела Канемана одним из наиболее волнующих моментов в сегодняшнем глобальном экономическом кризисе стало признание Алана Гринспена, бывшего председателя Федеральной резервной системы США, перед комитетом Конгресса в том, что он излишне сильно верил в способность свободных рынков к автоматической коррекции.

«По сути, он сказал, что основы, на которых он строил свою деятельность, являются ошибочными, и эти слова из уст Гринспена производят глубокое впечатление», — говорит Канеман, который получил в 2002 году Нобелевскую премию по экономике за свою новаторскую работу по включению отдельных аспектов психологических исследований в экономическую науку.

Но более значимым для Канемана моментом было то, что Гринспен в своем выступлении рассматривал в качестве рациональных субъектов не только физических лиц, но и финансовые организации. «Это показалось мне игнорированием не только психологии, но и экономики. Он, по-видимому, верит в магическую силу рынка обеспечивать самодисциплину и хорошие результаты».

Канеман старательно подчеркивает, что, будучи психологом, он является чужим в сфере экономики. Однако он способствовал формированию фундамента для новой области исследований, названной *поведенческой экономикой*, в рамках которой оспаривается стандартная экономическая тео-

рия рационального выбора и вводятся более реалистичные предпосылки относительно человеческих суждений и принятия решений.

Стандартные экономические модели исходят из того, что люди рационально стремятся к максимизации своих выгод и минимизации своих издержек. А сторонники поведенческой экономики оспаривают некоторые из традиционных догматов, показывая, что люди часто принимают решения, основанные на догадках, эмоциях, интуиции и эмпирических правилах, а не на основе анализа издержек и выгод; что рынки заражены болезнью стадного поведения и группового мышления; что индивидуальный выбор часто может оказываться под влиянием того, как формулируются предлагаемые решения.

Чрезмерная уверенность является движущей силой капитализма

Глобальный экономический кризис, корни которого — в принятии отдельными людьми и финансовыми организациями решений о вложении средств в непервоклассные ипотеки, поставил в центр внимания поведенческую экономику и вопрос о том, как люди принимают решения. «Люди, взявшие непервоклассные ипотеки, пребывали в абсолютном заблуждении», — говорит Канеман, давая интервью «F&D» в своем доме, расположенном на живописнейших холмах Беркли с видом на Сан-Франциско. «Одной из основных идей поведен-

чешской экономики, заимствованной из психологии, является широкое распространение чрезмерной уверенности. Люди делают вещи, которые им совершенно не следовало бы делать, потому что они верят в свой успех». Канеман называет это «иллюзорным оптимизмом».

«Иллюзорный оптимизм, — говорит он, — является одной из движущих сил капитализма. Многие не отдают себе отчета в рисках, которые они принимают», — говорит Канеман. Эта мысль прозвучала также в книге Нассима Талеба «Черный лебедь» (*The Black Swan*, 2007), где указывается, что люди не принимают во внимание в достаточной мере возможные последствия редких, но масштабных сокрушительных событий, которые делают наши предположения о будущем неверными.

Он утверждает: «Предприниматели — это люди, которые принимают на себя риски и, в большинстве случаев сами не знают об этом. Это происходит в случае слияний и поглощений, но также и на уровне мелких предпринимателей. В США треть малых предприятий банкротится в течение первых пяти лет, но если вы опрашиваете этих людей, каждый из них по отдельности считает, что вероятность его успеха от 80 до 100 процентов. Они просто не знают».

Две стороны или более

Канеман родился в Тель-Авиве в 1934 году и в детстве рос в Париже, а затем в Палестине. Он не уверен, объясняется ли его призвание как психолога ранним знакомством с интересными сплетнями или, наоборот, его интерес к сплетням был свидетельством пробуждающегося призвания.

«Как и многие другие евреи, я, полагаю, рос в мире, состоявшем исключительно из людей и слов, и большая часть слов были о людях. Природа практически не существовала, и я так и не научился узнавать цветы или разбираться в животных, — пишет он в своей автобиографии. — Но люди, о которых любила поговорить моя мать со своими подругами и с моим отцом, были потрясены своей сложностью. Некоторые из них были лучше других, но и самые лучшие были далеки от совершенства, и никто не был просто плохим. Большинство ее историй рассказывались с иронией, и во всех них было две стороны, если не больше».

В достаточно раннем возрасте в оккупированном нацистами Париже с ним произошел эпизод, который оставил неизгладимое впечатление ввиду множества различных смыслов и выводов, которые можно было сделать в отношении человеческой природы. «Это, вероятно, был конец 1941-го или начало 1942-го. Евреи были обязаны носить Звезду Давида и повиноваться комендантскому часу с 18:00. Я пошел поиграть с другом-христианином и задержался допоздна. Я вывернул мой коричневый свитер наизнанку, чтобы пройти несколько кварталов до дома. Я шел по пустой улице и увидел приближающегося немецкого солдата. На нем была черная униформа, которую мне наказали бояться больше, чем униформ других цветов, — ее носили солдаты специальных сил СС. Я сближался с ним, пытаюсь идти быстро, и заметил, что он пристально смотрит на меня. Он подозвал меня, взял на руки и обнял. Я испугался, что он заметит звезду на моем свитере. Однако он говорил со мной очень эмоционально на немецком языке. Когда он снова поставил меня на землю, он открыл свой бумажник, показал мне фото мальчика и дал немного денег. Я пошел домой еще более чем когда-либо уверенный в правоте моей матери: люди бесконечно сложны и интересны».

В 1946 году его семья переехала в Палестину, и в Еврейском университете Иерусалима Канеман получил свою первую степень по психологии с дополнительной специализацией в области математики. В 1954 году он был призван в израильскую армию и после года службы командиром взвода, получил задание провести оценку солдат боевых подразделений и их способностей к лидерству. Тогда Канеман разработал принципиально новую систему собеседований для назначе-

ния новобранцев на подходящие должности, и эта система лишь с небольшими изменениями применяется по сей день.

В 1961 году он окончил Университет Калифорнии в Беркли и в период с 1961 по 1978 год был преподавателем в Еврейском университете, проводя свои академические отпуска за границей, в частности в Гарварде и Кембридже. Именно во время работы в Иерусалиме началось сотрудничество, которое впоследствии привело к получению Канеманом Нобелевской премии в области, которую Канеман не изучал, — в экономике.

Новое направление исследований

Канеман, в настоящее время почетный профессор психологии и общественных дел в Школе имени Вудро Вильсона при Принстонском университете, получил Нобелевскую премию в 2002 году за работу, продолженную им вместе с коллегой-психологом Амосом Тверски. Сотрудничество двух ученых продолжалось более десяти лет, но Тверски умер в 1996 году, а премия не присуждается посмертно. «Нам с Амосом посчастливилось вместе иметь гуся, который нес золотые яйца, — общий ум, который был лучше каждого из наших умов по отдельности», — сказал Канеман об их совместной работе.

Представляя премию, Нобелевский комитет отметил, что Канеман включил выводы психологии в экономику, тем самым заложив фундамент для нового направления исследований. Премия была дана Канеману совместно с Верноном Смитом, который создал основы для отдельной области экспериментальной экономики (см. «Ф&P» за март 2003 года).

Основные открытия Канемана касаются принятия решений в ситуации неопределенности. Он продемонстрировал, как человеческие решения могут систематически не соответствовать предсказаниям стандартной экономической теории. Совместно с Тверски он сформулировал «теорию перспектив» в качестве альтернативы, которая лучше объясняет наблюдаемое поведение. Канеман также открыл, что человеческие суждения могут основываться на интуитивных прорывах, систематически отклоняющихся от базовых принципов вероятности. «Его работа вдохновила новое поколение исследователей в области экономики и финансов на то, чтобы обогатить экономическую теорию, пользуясь выводами когнитивной психологии в отношении глубинной человеческой мотивации», — говорится в заявлении Нобелевского комитета.

Теория перспектив помогает объяснить результаты экспериментов, свидетельствующие о том, что люди часто принимают различные решения в ситуациях, которые по существу являются идентичными, но представлены в различной форме. Статья этих двух авторов стала второй по числу цитированных статей из вышедших в престижном научном экономическом журнале *Econometrica* в период 1979–2000 годов (Kahneman and Tversky, 1979). Это исследование оказало влияние на самые различные дисциплины, включая маркетинг, финансы и теорию потребительского выбора.

Канеман говорит, что не следует искать особого смысла в названии теории. «Когда мы уже были готовы представить работу к публикации, мы намеренно выбрали ничего не значащее название для нашей теории — “теория перспектив”. Мы исходили из того, что если когда-либо теория приобретет известность, необычное название пойдет на пользу. Вероятно, это было разумным решением».

В совместных исследованиях Канемана и Тверски изучается вопрос о том, почему реакция человека на потери является значительно более сильной, чем реакция на выигрыш, и это привело к формулированию понятия «неприятие потерь», что является одной из основных областей исследований в поведенческой экономике.

Два психолога также эмпирически обнаружили, что люди присваивают меньшие веса при принятии решений тем результатам, которые являются лишь вероятными, чем результатам,

которые несомненны. Эта тенденция ведет к уклонению от риска в случаях выбора с практически несомненным выигрышем и к принятию риска в случаях выбора с практически несомненным проигрышем. Благодаря этому можно объяснить поведение игрока, проигрывающего много раз подряд и, тем не менее, отказывающегося принять свои очевидные потери и продолжающего игру в надежде вернуть свои деньги.

«Люди готовы делать ставки в надежде вернуть утраченное», — сказал Канеман в радио-интервью в Беркли в 2007 году. Это вызывало у него беспокойство в связи с тем, что руководители государства, которые поставили страну на грань поражения в войне, с большей вероятностью будут склонны к принятию дополнительного риска, чем к прекращению военных действий.

Соавторами было также обнаружено, что люди проявляют непоследовательные предпочтения, если один и тот же вариант представляется им в различных формах. Это помогает объяснить нерациональное экономическое поведение, например, заключающееся в том, что люди едут в отдаленный магазин, чтобы воспользоваться скидкой на дешевый товар, но не делают того же для получения скидки на дорогие товары.

Создание новой дисциплины

То, как теория перспективы нашла свое приложение к экономике, представляется почти случайностью, связанной с публикацией. Канеман и Тверски решили опубликовать статью в журнале *Econometrica*, а не в *Psychological Review*, поскольку первый опубликовал их более раннюю работу о принятии решений, что привлекло к их исследованиям внимание экономистов.

Канеман говорит, что его сотрудничество с многолетним партнером по исследованиям и другом Ричардом Талером, профессором экономики и науки о поведении из университета Чикаго, способствовало разработке поведенческой экономики. «Хотя я не отказываюсь от своих заслуг, я должен сказать, что, по моему мнению, работа по интеграции была фактически проделана в основном Талером и группой молодых экономистов, которая начала быстро формироваться вокруг него, начиная с Колина Камерера и Джорджа Ловенстейна, к которым затем присоединились Мэттью Рабин, Давид Лейбсон, Терри Одеан и Сендхил Малейнатан».

Канеман говорит, что они с Тверски предложили «довольно много первоначальных идей, которые впоследствии вошли в теоретические разработки некоторых экономистов, и теория перспективы, несомненно, придала некоторую правомерность опоре на психологию как на источник реалистичных предположений в отношении экономических субъектов». Талер, который был постоянным автором колонки «Аномалии» в журнале *Journal of Economic Perspectives* в период с 1987 по 1990 год и периодически писал в этой колонке и впоследствии, говорит, что именно благодаря совместной работе Канемана и Тверски на сегодняшний день мы имеем процветающее направление — поведенческую экономику. «Их работа стала концептуальной основой, благодаря которой стало возможным существование нашей области науки».

Толчок, созданный кризисом

Шум, созданный присуждением Нобелевской премии, в сочетании с самоанализом со стороны отрезвленных глобальным экономическим кризисом экономистов создали сильный толчок к распространению поведенческой экономики. До того сильный, что она начала проникать в сегодняшний Белый дом через такие книги как «Толчок к правильному выбору» («*Nudge*») (Талер и Санстейн) и «Предсказуемо иррациональный» («*Predictably Irrational*») — профессора университета Дьюк Дэна Ариели.

В книге «Толчок к правильному выбору» исследуется, как люди делают выбор и как их можно подтолкнуть к лучшему выбору для них самих по целому спектру вопросов, таких как

покупка здоровой еды или решение направлять больше денег на сбережения. «Совершенно очевидно, что сейчас хорошее время для поведенческой экономики», — говорит Канеман с улыбкой.

Не все согласны, что будущее за поведенческой экономикой, рассматривая ее как преходящее и докучливое увлечение. «Конечно, сегодня все помешаны на поведенческой экономике. У случайного читателя может создаться впечатление, что рациональный *homo economicus* умер печальной смертью, а экономисты пошли вперед и признали истинную иррациональность человечества. Ничто не может быть дальше от истины», — говорит Давид Левин из университета Вашингтона в Сент-Луисе.

«Сторонники поведенческой экономики правы, указывая на ограниченность возможностей человеческого познания», — говорит Ричард Познер с юридического факультета Чикагского университета. — Но если они имеют те же ограничения в способности к познанию, как и потребители, должны ли они заниматься разработкой систем защиты потребителей?»

«Вероятно, самая большая задача, стоящая перед поведенческой экономикой, заключается в том, чтобы продемонстрировать свою применимость в реальном мире», — пишут Стивен Левитт и Джон Лист в статье, опубликованной в журнале *Science* (2008). — Почти во всех случаях лабораторные исследования обнаруживают убедительные эмпирические свидетельства в пользу поведенческих аномалий. Однако есть много причин подозревать, что эти лабораторные результаты могут не иметь столь общего характера, чтобы быть справедливыми для реальных рынков».

Место в экономике

Хотя поведенческая экономика на сегодняшний день получила статус признанной дисциплины, преподаваемой в ведущих университетах, «она остается дисциплиной, строящейся на недостатках стандартной экономической теории», — говорит Вольфганг Песендорфер, профессор экономики Принстонского университета.

Однако ее полная интеграция в экономическую науку оказывается затруднительной, хотя Уолл-стрит и инвестиционные аналитики принимают во внимание когнитивные и эмоциональные факторы, сказывающиеся на процессе принятия решений людьми, группами и организациями. «Существует слишком много теорий поведения, и большинство из них имеют слишком узкое применение», — пишет в своей статье Дрю Фуденберг из Гарвардского университета (Fudenberg, 2006).

В глазах некоторых даже теория перспективы остается ущербной в виду отсутствия общепринятой модели того, как устанавливаются точки отсчета. «Принципиальная разница между психологами и экономистами заключается в том, что психологов интересует индивидуальное поведение, а экономистов — объяснение результатов взаимодействия групп людей», — говорит Давид Левин в лекции, прочитанной в Институте Европейского университета и озаглавленной «Обречена ли поведенческая экономика?».

Рост доверия

Тем не менее, потрясения, вызванные крахом на рынке первоклассных ипотек и последующим глобальным кризисом, привели к тому, что повысилось доверие к необходимости большего учета человеческого фактора в регулировании и экономической политике.

Канеман предлагает целый ряд выводов из текущего кризиса.

- **Необходимость большей защиты потребителей и индивидуальных инвесторов.** «Всегда существовал вопрос о необходимости и степени требуемой защиты людей от их собственного выбора», — говорит он. — Но, мне кажется, сейчас

стало очень и очень сложно утверждать, что людям не нужна защита».

• **Недостатки рыночных механизмов имеют значительно более широкие последствия.** «Довольно интересно, оказывается, что когда не обладающие достаточной информацией отдельные люди теряют свои деньги, это ведет к краху глобальной экономики. Соответственно, иррациональные действия отдельных людей имеют значительно более широкие последствия в контексте рационально злонамеренных субъектов в финансовой системе и чрезвычайно слабого регулирования и надзора».

• **Ограниченные возможности прогнозирования.** «Чрезвычайно высокая изменчивость на фондовых рынках и в финансовой системе свидетельствует об уровне неопределенности в системе и ограниченных возможностях прогнозирования».

Представляется, что Гринспен согласен с наличием недостатков в моделях, используемых для прогнозирования и оценки риска. В статье, опубликованной в *Financial Times* в марте прошлого года, Гринспен сравнивает человеческую природу с потерянным кусочком картинки-головоломки, из-за которого оказывается невозможно объяснить, почему распространявшийся кризис непервоклассных ипотек не был выявлен раньше, в рамках моделей управления риском или эконометрического прогнозирования.

«Эти модели полностью не учитывают то, что, по моему мнению, до настоящего времени было лишь маргинальным фактором для моделей делового цикла и финансовых

Изучение благополучия

Продолжая заниматься вопросами принятия человеческих решений, Канеман в настоящее время сосредоточил свое внимание на исследованиях гедонистики — что делает те или иные переживания приятными или неприятными — и на развитии научной меры благополучия. В одном недавнем исследовании, где рассматривалось влияние денег на счастье, Канеман обнаружил, что люди с относительно высоким доходом, хотя и более удовлетворены своей жизнью, едва ли счастливее в любой отдельно взятый момент, чем люди с существенно более низким доходом. Старинный миф о том, что деньги — это средство приобретения счастья, требует уточнения, как и конкурирующее ему представление о том, что богатство не имеет значения.

В рамках сравнительных исследований различных стран он обнаружил, что важными объясняющими факторами благополучия являются уровень коррупции и степень доверия в обществе. «Коррупция является мерой доверия в обществе, а доверие, как оказывается, имеет принципиальное значение для благополучия».

Страны, в которых уровень доверия в обществе является очень низким, испытывают значительные трудности в достижении экономического процветания, так что для начала какого-либо движения в этом направлении требуется добиться определенного уровня доверия.

«Однако даже если рассматривать только Запад, где ВВП является более или менее постоянным, вы обнаружите значительное влияние доверия, и именно поэтому в исследованиях благосостояния Северная Европа всегда оказывается наилучшим местом для человека в мире». Применимо ли это к развивающимся странам? «Если есть возможность создать стимулы для повышения уровня доверия в обществе, — а это, вероятно, должно начинаться с доверия к институтам общества, — это будет способствовать росту ВВП за счет создания правового государства, уважения к собственности, и так далее. Это также внесет дополнительный вклад в благосостояние людей, поскольку более счастливые общества — это те, в которых люди доверяют друг другу и посвящают значительное время удовлетворению социальных нужд».

моделей — природную человеческую реакцию, которая ведет к резким чередованиям эйфории и испуга, повторяющихся из поколения в поколение практически без каких бы то ни было признаков накопления знаний, — пишет Гринспен. — Мыльные пузыри цен на активы вздуваются и лопаются сегодня, точно также как это было с начала XVIII века, когда возникли современные конкурентные рынки. Конечно, мы склонны называть такую поведенческую реакцию нерациональной. Однако для прогнозирования должно быть важно не то, является ли человеческая реакция рациональной или нерациональной, а только ее наблюдаемость и систематичность».

«По моему мнению, это важная отсутствующая «объясняющая переменная» и в моделях управления риском, и в макроэконометрических моделях».

Размышления о мышлении

Помимо Нобелевской премии по экономике Канеман получил признание как один из крупнейших ученых в области психологии. «Канеман, его коллеги и студенты изменили наши представления о том, как люди мыслят, — сказал президент Американской психологической ассоциации Шарон Стефенс во время присвоения Канеману в 2007 году высшей награды в данной области науки «за выдающийся вклад всей жизни в психологию».

Канеман продолжает пристально наблюдать за развитием поведенческой экономики, но сам давно уже занимается другими вопросами.

Сегодня основное внимание в его работе сместилось на изучение благополучия, и совместно с институтом Гэллага он занимается проведением всемирного опроса для получения количественной оценки глобальных вопросов и мнений в более чем 150 странах (см. вставку).

Вызов духовенству

В прошлом Канеман сравнивал сообщество экономистов с духовенством, в которое сложно войти еретикам. Но он признает, насколько далеко экономическая наука продвинулась за последние три десятилетия во включении в себя результатов психологических исследований и элементов других общественных наук. «Мы опубликовали нашу статью в журнале *Econometrica* в 1979 году, то есть 30 лет назад. В 2002 году я был принят с почестями в Стокгольме. Так что это не очень строгая церковь, учитывая что в течение первых лет экономисты по большей степени нас просто игнорировали. Да, я говорил о церкви, но это не церковь, где вас сожгут на костре за ересь, иначе мы недосчитались бы очень многих!» ■

Джереми Клифт — главный редактор журнала «Финансы и развитие».

Литература

- Ariely, Dan, 2009, *Predictably Irrational* (New York: HarperCollins).
- Fudenberg, Drew, 2006, "Advancing Beyond Advances in Behavioral Economics," *Journal of Economic Literature*, Vol. XLIV (September), pp. 694–711.
- Kahneman, Daniel, and Amos Tversky, 1979, *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*, *Econometrica*, Vol. 47 (March), pp. 263–91.
- Levitt, Steven, and John List, 2008, "Homo Economicus Evolves," *Science*, February 15, pp. 909–10.
- Taleb, Nassim Nicholas, 2007, *The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable* (New York: Random House).
- Thaler, Richard H., and Cass R. Sunstein, 2008, *Nudge: Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness* (New Haven, Connecticut: Yale University Press).



Поддержание глобального подъема

Экономический подъем начался, и для его поддержки потребуется тонкое перебалансирование как внутри стран, так и между странами.

Оливье Бланшар

В ОБЫЧНЫХ рецессиях, как бы деструктивны они ни были для бизнеса и занятости, улучшение ситуации происходит предсказуемо. Текущая глобальная рецессия далеко не обычна. Как правило, для борьбы с рецессией центральный банк снижает процентные ставки, что приводит к повышению спроса и увеличению объема производства. Люди вновь начинают покупать товары длительного пользования, например, бытовую технику и автомобили. Компании приступают к реализации отложенных инвестиционных проектов. Снижение обменного курса нередко усиливает спрос на экспорт ввиду его удешевления. Пониженные по сравнению с нормальным уровнем темпы роста в период рецессии на какое-то время сменяются повышенными темпами, пока экономика не вернется к своей нормальной траектории роста.

Однако переживаемая миром рецессия не относится к числу заурядных. Выправить ситуацию будет непросто. Кризис оставил глубокие шрамы, которые еще много лет будут сказываться на предложении и спросе.

Проблемы предложения

Некоторые составные части экономической системы вышли из строя. При обычной рецессии некоторые из обанкротившихся компаний удержались бы на плаву. В странах с развитой экономикой финансовые системы отчасти неработоспособны, и им потребуется длительное время, чтобы перестроить свою структуру. Между тем, финансовое посредничество и, как следствие, процесс перераспределения ресурсов, имеющий ключевое значение для экономического роста, будут ослаблены. В странах с формирующимся рынком притоки капи-



тала, которые резко сократились во время кризиса, могут не выйти на прежние уровни в течение еще нескольких лет. Изменения в структуре мирового спроса ввиду перераспределения потребления из стран с развитой экономикой в страны с формирующимся рынком могут потребовать преобразований в структуре производства. Почти во всех странах издержки кризиса увеличили нагрузку на бюджет, и повышение налогов стало неизбежным.

Все это означает, что мы, возможно, не вернемся к прежней траектории роста, и *потенциальный объем производства* может остаться ниже, чем до кризиса.

Насколько снизился потенциальный объем производства? Выяснить это трудно: мы в состоянии наблюдать только фактический, а не потенциальный объем производства. Однако исторические данные настораживают. В готовящемся к изданию выпуске МВФ «Перспективы развития мировой экономики» приводятся данные на основе опыта 88 банковских кризисов за прошедшие четыре десятилетия в широком круге стран. Хотя данные существенно различаются между странами, сделан вывод, что в среднем объем производства не возвращается к своей прежней трендовой траектории, а постоянно остается более низким.

Возможным положительным аспектом является то, что сам тренд, по видимому, не меняется: в среднем кризисы приводят к постоянному снижению уровня производства, но не его темпов роста. Таким образом, исходя из опыта прошлого, можно предположить, что мировая экономика выйдет на предыдущие темпы роста. Вместе с тем, особенно в странах с развитой экономикой, период темпов роста выше среднего, характерный для обычных подъемов, может оказаться непродолжительным или не произойти вовсе.

Проблемы спроса

Однако даже достичь «нормальных» темпов роста может быть трудно из-за проблем спроса. Согласно текущим прогнозам, в большинстве стран, включая страны с развитой экономикой, темпы роста будут положительными в течение следующих нескольких кварталов, но в этой связи необходимо сделать две оговорки:

- Рост будет недостаточно энергичным, чтобы снизить безработицу, пик которой ожидается лишь в следующем году.
- Реализация этих прогнозов положительных темпов роста в значительной мере зависит от совокупности бюджетного стимула и восстановления запасов компаниями, а не от высоких уровней частного потребления и инвестиций в основные фонды. Рано или поздно необходимо будет постепенно изъять бюджетный стимул. Корректировки уровней запасов также естественным образом завершатся.

В связи с этим возникает вопрос, за счет чего будет поддерживаться этот подъем.

Свою роль в этом должны сыграть два вида перебалансирования: во-первых, — перебалансирование от государственных расходов к частным, во-вторых, — перебалансирование совокупного спроса между странами, включающее переориентацию с внутреннего на внешний спрос в США и обратный сдвиг от внешнего к внутреннему спросу в остальном мире, особенно в Азии.

Перебалансирование государственных и частных расходов

Меры налогово-бюджетной политики для преодоления кризиса включали повышение государственных расходов, снижение налогов и допущение значительно большего бюджетного

дефицита. Учитывая обвал частного спроса и невозможность урезать процентные ставки ниже нуля, правительства, несомненно, избрали правильные меры. Однако высокие уровни дефицита вызвали быстрое увеличение долга, а поскольку уровни долга уже были высокими во многих странах, такое увеличение может продолжаться лишь ограниченное время. Ввиду сохраняющихся высоких уровней дефицита возникают все более серьезные сомнения в устойчивости долговой ситуации. Это сопряжено с риском повышения долгосрочных процентных ставок как вследствие ожидаемого вытеснения с рынка частных заемщиков государственными заемщиками, так и ввиду повышения риска дефолта.

Сколько еще может продолжаться предоставление бюджетных стимулов? Само по себе, в большинстве стран с развитой экономикой, вероятно, не очень долго. Среднее отношение долга к валовому внутреннему продукту (ВВП) в странах с развитой экономикой Группы 20-ти было высоким до кризиса и, по прогнозам, в следующие несколько лет превысит 100 процентов. (Существенно иная ситуация сложилась в ряде стран с формирующимся рынком, где долг изначально был намного ниже, и имеется больше возможностей для финансирования расходов за счет дефицита).

«Свою роль должны сыграть два вида перебалансирования: во-первых, — перебалансирование от государственных расходов к частным, во-вторых, — перебалансирование совокупного спроса между странами».

Оговорка «само по себе» имеет существенное значение. Срок действия стимула может быть продлен, если он будет сочетаться со структурными мерами для ограничения роста программ социальных пособий в будущем в результате повышения затрат на здравоохранение или увеличения пенсионных расходов ввиду старения населения. Этот компромисс довольно привлекателен. Оценки МВФ свидетельствуют о том, что бюджетные издержки, связанные с будущим увеличением пособий, в 10 раз превышают бюджетные издержки, связанные с кризисом. Таким образом, даже небольшое снижение темпов роста социальных программ может обеспечить значительные бюджетные возможности для дальнейшего стимулирования экономики.

Однако со временем бюджетный стимул необходимо будет свернуть, и на смену ему должен прийти частный спрос. Принципиальным вопросом является источник этого спроса, будь то потребление или инвестиции.

Перебалансирование спроса между странами

США не только стояли у истоков кризиса, они также являются важнейшим фактором достижения мирового подъема. Потребление составляет 70 процентов общего объема спроса в США, и его снижение было главной краткосрочной причиной сокращения объема производства во время этого кризиса. Отношение сбережений к располагаемому доходу домашних хозяйств США, которое в 2007 году было близко к нулю, повысилось до приблизительно 5 процентов. Вернется ли норма сбережения к уровню 2007 года? Такой вариант был бы нежелателен, и он маловероятен.

С одной стороны, повышение уровня сбережений за прошедший год, вероятно, отчасти отражало выжидательную позицию потребителей, которая уйдет в прошлое, когда ситуация прояснится. С другой стороны, норма сбережения обычно повышается с увеличением объема производства и дохода. Кроме того, даже если финансовое благосостояние вернется к своему докризисному уровню за счет повышения стоимости жилья (что представляется нежелательным и маловероятным) или акций, и объем производства вновь выйдет на свою трендовую траекторию, потребители в США все еще, вероятно, будут делать больше сбережений. Причина в том, что кризис заставил их более ясно осознать риски больших отклонений — событий, которые маловероятны, но если они все же произойдут, могут иметь сокрушительные последствия.

В период до кризиса было символическим верить в то, что цены на жилье, если когда-либо и снижаются, то редко (это убеждение было одной из главных причин кризиса). Другим символом веры, который подкреплялся более убедительными историческими данными, было то, что инвесторы могут рассчитывать на шестипроцентный годовой доход от акций. Снижение цен на фондовом рынке в прошлом году показало, что эту доходность нельзя принимать как должное и что для обеспечения надежного пенсионного дохода может потребоваться больше сбережений. Таким образом, потребители в США, вероятно, будут откладывать больше сбережений, по крайней мере пока не забудут уроки кризиса. Наиболее вероятное предположение (за неимением других существенных источников) заключается в том, что норма сбережения домашних хозяйств США как минимум будет оставаться на текущем уровне. Это означает снижение на пять процентных пунктов отношения потребления к располагаемому доходу относительно докризисного периода или снижение отношения потребления к ВВП приблизительно на три процентных пункта. Проще говоря, доля других источников кроме потребления в совокупном спросе США должна возрасти на три процента.

Станут ли таким источником инвестиции? Это также представляется маловероятным. Инвестиции в жилье, в процентах ВВП, были слишком высокими в годы, предшествующие кризису, и потребуются значительное время, чтобы ликвидировать запасы непроданных домов. Пока этого не произойдет, уровень инвестиций в жилье будет оставаться низким. Будут ли инвестиции в основные фонды, также в процентах ВВП, выше после кризиса, чем до него? Скорее всего, нет. Использование мощностей упало до рекордно низкого уровня, и нескоро вернется к прежнему уровню. Банки, возможно, платежеспособны в настоящее время, но они все еще ужесточают предоставление кредитов, и жесткие стандарты кредитования, вероятно, будут сохраняться еще долго. Менее эффективное финансовое посредничество скажется не только на предложении, но и на спросе. Опять же, опыт «бескредитных» подъемов позволяет предположить, что уровень инвестиций будет оставаться низким еще длительное время.

Могут ли помочь низкие процентные ставки?

Вероятно, при любой данной процентной ставке частный внутренний спрос США еще долго будет слабым — слабее, чем до кризиса. Однако обратите внимание на оговорку «при любой данной процентной ставке». Представляется, что она дает некоторые основания для оптимизма. Краткосрочная безрисковая ставка сейчас ниже, чем в годы до кризиса. В течение трех лет, предшествующих кризису, средняя номинальная ставка по казначейским векселям США составляла четыре процента, а средний уровень инфляции был равен трем процентам. В результате реальная, то есть за вычетом инфляции, ставка равнялась одному проценту. Сегодня став-

ка по казначейским векселям приблизительно равна нулю, и инфляционные ожидания, по-видимому, закрепились на уровне около двух процентов. Это подразумевает реальную ставку около -2 процентов, что на три процентных пункта ниже ее уровня до кризиса. Федеральная резервная система может в случае необходимости оставить ставку интервенции (ставку по федеральным фондам) на нулевом уровне, и поскольку инфляционные ожидания будут, скорее, повышаться, чем снижаться, реальные ставки, вероятно, будут оставаться отрицательными. Согласно старому эмпирическому правилу, если реальная ставка снизилась на один процентный пункт, и ожидается, что этот уровень будет некоторое время сохраняться, это приводит к повышению совокупного спроса приблизительно на один процент. Казалось бы, достаточно снизить реальную ставку на три процентных пункта, чтобы преодолеть осторожность потребителей и компаний и поддержать экономический подъем.

Однако этого может оказаться недостаточно. Для спроса существенна не сама по себе ставка интервенции, а ставка, по которой потребители и компании могут заимствовать средства. Как ясно показал текущий кризис, ставка, по которой потребители и компании получают кредиты, нередко намного выше ставки интервенции. Премии за риск по облигациям США с рейтингом BBB, например, сейчас почти на три процентных пункта выше, чем до кризиса. Это представление о повышенном уровне риска вполне может оказаться долговременным наследием кризиса. (Великая депрессия привела к значительному повышению премий за риск по акциям, которые оставались повышенными почти четыре десятилетия. Однако Великая депрессия продолжалась длительное время, и текущий кризис, скорее всего, не вызовет столь же сильного психологического эффекта). Таким образом, повышение премий за риск может, по крайней мере отчасти, компенсировать снижение ставок интервенции. Разработчики политики в США не могут рассчитывать добиться устойчивого подъема в США только за счет низких процентных ставок.

Может ли помочь Азия?

Если необходимо постепенно устранить бюджетный стимул, и если частный внутренний спрос слаб, то для достижения подъема в США необходимо увеличить их чистый экспорт. Иными словами, должен сократиться дефицит счета текущих операций США. Это означает, что остальные страны мира, которые теперь имеют значительный профицит счета текущих операций, должны сократить этот профицит. За счет чего можно достичь такого сокращения?

Вполне естественно в первую очередь обратить взгляд на страны, имеющие значительный профицит счета текущих операций. В их числе наиболее видное место занимают страны Азии, а среди них более всех выделяется Китай. С точки зрения США, уменьшение профицита счета текущих операций Китая помогло бы укрепить спрос и поддержать подъем в США. Это привело бы к увеличению объема импорта из США, что помогло бы поддержать мировой экономический подъем.

Почему Китай мог бы пойти на такой шаг? Потому что это, вполне возможно, отвечает его интересам: рост китайской экономики опирается на модель на основе экспорта, зависящую от высокой нормы сбережения, которая приводит к низкому внутреннему спросу, и от низкого обменного курса, который порождает высокий внешний спрос. Эта модель работает очень успешно, но приводит к накоплению чрезвычайно больших резервов, и в настоящее время усиливаются требования повысить уровень потребления. Высокая норма сбережения обусловлена недостаточным социальным страхованием и, как следствие, высокими страховыми сбережениями домашних хозяйств, ограниченным доступом домаш-

них хозяйств к кредиту и недостатками управления в компаниях, которые побуждают их сохранять слишком большую часть своей прибыли. Предоставление более широкого социального страхования, увеличение доступа домашних хозяйств к кредиту и совершенствование управления компаний — все эти шаги желательны сами по себе и привели бы как к снижению уровня сбережений, так и к повышению внутреннего спроса. Если такое увеличение спроса столкнется с ограничениями в области предложения, его придется отчасти компенсировать снижением внешнего спроса, что означает укрепление курса китайского юаня, по крайней мере в реальном выражении. Как повышение спроса на импорт в Китае, так и укрепление юаня способствовали бы росту чистого экспорта США.

«Это привело бы к увеличению объема импорта из США, что помогло бы поддержать мировой экономический подъем».

Другие страны Азии с формирующимся рынком также имеют значительный профицит счета текущих операций. При этом они руководствуются различными соображениями — некоторые хотят накопить резервы в целях страхования, другие избирают стратегию роста на основе экспорта, которая косвенным образом затрагивает счет текущих операций и накопление резервов. Многие из этих стран могли бы уменьшить сбережения, государственные или частные (как показывает резкое сокращение сбережений домашних хозяйств в Корее с 1990-х годов), и допустить укрепление своих валют. Это привело бы к переориентации с внешнего на внутренний спрос и снижению их профицита счета текущих операций.

Вместе с тем, эти страны не имеют столь сильных стимулов, как Китай. Наличие значительных резервов оказалось очень полезным в период текущего кризиса. Своповые линии центральных банков и многосторонние кредитные линии, такие как «гибкая кредитная линия», созданная МВФ во время кризиса, могут уменьшить спрос на резервы. Однако своповые линии и кредитные линии могут не быть возобновлены по истечении срока и поэтому не обеспечивают той же степени защиты, что резервы. (Создание механизмов, призванных значительно уменьшить накопление резервов, также было бы желательным в долгосрочной перспективе и помогло бы поддержать подъем в краткосрочной и среднесрочной перспективе.) Таким образом, страны, избравшие экспортную модель роста, могут пересмотреть эту политику, уделяя больше внимания внутреннему спросу, но любые изменения, вероятно, будут происходить лишь постепенно.

Чтобы получить представление о порядке величин, полезно провести еще один приблизительный расчет. ВВП стран Азии с формирующимся рынком составляет примерно 50 процентов ВВП США (по прогнозу, это отношение повысится до 70 процентов к 2014 году). Следовательно, если бы весь объем их торговли приходился на США, странам Азии пришлось бы уменьшить свою позицию по счету текущих операций на 4 процента ВВП, чтобы улучшить состояние счета текущих операций США, скажем, на два процента ВВП (исходя из допущения о трехпроцентном снижении отношения потребления к ВВП минус повышение на один процент в результате снижения реальных процентных ставок). Поскольку страны Азии с формирующимся рынком торгуют не только с США, корректировки, вероятно,

должны быть еще больше. В связи с этим возникает вопрос о том, могут ли и должны ли другие страны сыграть определенную роль.

Какова будет роль неазиатских стран?

Ряд других стран, включая некоторые страны с развитой экономикой, также имеют профицит счета текущих операций. Например, Германия в 2008 году имела профицит, равный половине профицита счета текущих операций Китая (хотя он быстро сокращается); профицит Японии равен трети профицита Китая.

Следует ли, например, Германии сократить свой профицит? Она не может следовать предложенному для Китая пути, то есть повышать курс валюты параллельно с сокращением сбережений. Поскольку Германия входит в зону евро, она не имеет возможности самостоятельно провести повышение курса. При этом в области спроса она испытывает во многом ту же проблему, что и США: возможности ее бюджета ограничены, и нет уверенности в том, что желательное или реально добиться снижения сбережений немецкими потребителями. Вместе с тем, Германия могла бы повысить производительность в своем невеннесторговом секторе, что отвечало бы ее интересам. Это со временем привело бы к перераспределению спроса в пользу невеннесторговых товаров и услуг и снизило бы профицит счета текущих операций страны.

Эта же аргументация применима к Японии. Но, поскольку такие структурные реформы трудно осуществить по политическим причинам, а их результаты проявляются нескоро, этот процесс, вероятно, будет проходить медленно, слишком медленно, чтобы обеспечить существенную поддержку экономического подъема в течение следующих нескольких лет. Следовательно, чтобы перебалансирование могло произойти в ближайшее время, оно, вероятно, должно исходить главным образом из Азии, за счет сокращения сбережений и укрепления валют стран Азии по отношению к доллару.

Что если перебалансирования не произойдет?

Из этого мирового обзора можно сделать три вывода:

- Во-первых, кризис, вероятно, привел к снижению потенциального объема производства. Не следует ожидать очень высоких темпов роста в период экономического подъема.
- Во-вторых, устойчивый подъем в США и в других странах со временем потребует перебалансирования от государственных расходов к частным.
- В-третьих, для устойчивого подъема, вероятно, потребуются повышение чистого экспорта в США и соответствующее снижение чистого экспорта в остальном мире, в основном в Азии.

Можно поставить под вопрос обоснованность всех трех выводов.

В области предложения влияние на потенциальный объем производства характеризуется значительной неопределенностью. Все же, несмотря на внушающие пессимизм исторические данные, некоторые страны смогли преодолеть банковские кризисы без видимого ущерба для потенциального объема производства (с другой стороны, некоторые страны испытали долговременные негативные последствия не только для уровня ВВП, но и для темпов его роста).

В области спроса бюджетные возможности стран с развитой экономикой могут быть больше, чем ожидалось, что позволит США сохранять более продолжительный дефицит и более высокий уровень долга, чем прогнозируется в настоящее время, не вызывая у участников рынка беспокойства относительно устойчивости долговой ситуации. В этом случае перебалансирование частных и государственных расходов, если потребуются, можно проводить медленнее, что даст

больше времени для перебалансирования мирового спроса. С другой стороны, частный спрос в США может оказаться более высоким: американские потребители могут вернуться к старым привычкам и откладывать меньше сбережений. Это будет способствовать подъему экономики и позволит избежать необходимости существенной корректировки чистого экспорта, хотя в долгосрочной перспективе это вновь породило бы некоторые из проблем, которые и вызвали текущий кризис. Возможно также, что произойдет «расстыковка» мировой экономики, например, что Азия сможет вернуться к высоким темпам роста, в то время как в странах с развитой экономикой подъем застопорится. Однако текущий кризис и прочные экспортные связи, которые превратили шок в США в мировую рецессию, говорят о том, что такая расстыковка маловероятна, хотя и возможна.

«Чтобы перебалансирование могло произойти в ближайшее время, оно, вероятно, должно исходить главным образом из Азии, за счет сокращения сбережений и укрепления валют стран Азии по отношению к доллару».

В то же время, если согласиться с тем, что для устойчивого подъема, скорее всего, потребуются оба вида перебалансирования, следующий вопрос в том, произойдут ли они в действительности. Очевидно, что они могут не состояться, по крайней мере в необходимом масштабе. Если, например, Азия не согласится уменьшить свой профицит счета текущих операций, и чистый экспорт США существенно не возрастет, то слабый частный спрос в США может привести к вялому подъему в экономике страны. В этом случае вероятно сильное политическое давление с целью продлить действие бюджетного стимула, пока не восстановится уровень частного спроса.

Если это произойдет, можно представить себе различные сценарии: это политическое давление может встретить противодействие, бюджетный стимул может быть постепенно изъят, и подъем в США может затормозиться. Или же бюджетный дефицит может сохраняться слишком долго, что породит проблемы устойчивости долга и обеспокоенность относительно государственных облигаций США и доллара и вызовет значительные оттоки капитала из США. Курс доллара может снизиться, но неупорядоченным образом, вызвав очередной эпизод нестабильности и значительной неопределенности, что само по себе может подорвать подъем.

Для поддержания начинающегося подъема, вероятно, потребуются тонкие меры перебалансирования как внутри стран, так и между странами. Понимание проблем и рисков и те или иные формы координации действий стран, вероятно, будут столь же важны в следующие несколько лет, как и в самый разгар кризиса. ■

Оливье Бланишар — экономический советник и директор Исследовательского департамента МВФ.

Что актуально и неактуально в мире международных денег?

Капризы мировой валютно-финансовой системы



Джеффри А. Фрэнкел

В ЭКОНОМИЧЕСКОЙ теории международных валютных отношений экзаменационные вопросы остаются неизменными. С годами меняются лишь ответы. Я предлагаю включить в список того, что утратило актуальность, пять концепций, которые совсем недавно считались практически традиционными. Я также предлагаю пять концепций, которые еще несколько лет назад не пользовались популярностью, но в настоящее время приобрели актуальность.

1 Неактуально: Группа семи Актуально: Группа двадцати

Неактуально: Группа семи ведущих стран мира провела первую встречу во Франции в 1975 году, чтобы утвердить фактический переход к плавающим валютным курсам после краха Бреттонвудской системы. Министры финансов Группы семи совместными усилиями спустили доллар с заоблачных высот в 1985 году (соглашение «Глаза»), а в 1987 году остановили падение доллара в рамках «Луврского соглашения». Страны Группы семи — Канада, Франция, Германия, Италия, Япония, Великобритания и США — представляли собой наиболее важную координационную группу мировой валютной системы. Однако состав членов постепенно начинал выглядеть как анахронизм. Присоединение России в 1997 году и переименование группы в «Группу восьми» было слишком

незначительным и слишком запоздалым шагом. Отсутствие участия Китая и других ведущих развивающихся стран или стран с формирующимся рынком сделало Группу неактуальной. Чего могли добиться министры финансов, обсуждая валюту, никем не представляемую за столом переговоров?

Актуально: В рамках Группы двадцати к «семерке» присоединились 12 ведущих стран мира и Европейский союз — Аргентина, Австралия, Бразилия, Китай, Индия, Индонезия, Мексика, Россия, Саудовская Аравия, Южно-Африканская Республика, Южная Корея и Турция. На совещании Группы двадцати, состоявшемся в апреле 2009 года в Лондоне, были отмечены ощутимые успехи, но были и неудачи. Тем не менее, совещание стало поворотным пунктом в отношении способности Группы двадцати — в отличие от «восьмерки» — принимать существенные решения и наконец-то обеспечить представительство ведущих стран с формирующимся рынком.

2 Неактуально: гипотеза крайних точек Актуально: промежуточные режимы валютных курсов

Неактуально: Согласно Гипотезе крайних точек страны в своем выборе валютных режимов устанавливают, или должны устанавливать, тот или иной крайний вариант: либо полная гибкость, либо жесткие институциональные обязательства по

фиксированным валютным курсам в виде долларизации, механизма валютного управления или валютного союза. В соответствии с этой гипотезой, все, что находится в промежутке между такими полярными крайними точками, более не может осуществляться на практике.

Гипотеза крайних точек возникла (Eichengreen, 1994) в контексте кризиса Европейского механизма валютных курсов (МВК) в 1992–1993 годах. МВК допускал колебания курсов европейских валют в пределах узкого коридора. Но, оказавшись под давлением, Италия, Великобритания и некоторые другие страны были вынуждены пойти на девальвацию или отказаться от участия, и лишь из-за расширения коридора Франция смогла удержаться в рамках механизма. Многие сделали из кризиса вывод о том, что между плавающим и фиксированным курсом нет промежуточного состояния (суждение, которое, скорее всего, было вынесено после того, как переход от широких коридоров к полному валютному союзу в 1998–1999 годах оказался успешным). После кризисов 1997–1998 годов в Восточной Азии гипотеза стала применяться и в отношении стран с формирующимся рынком. На фоне усилий по «реформированию финансовой архитектуры» и ограничению частоты и остроты будущих кризисов дихотомия «фиксированный или плавающий курс» быстро превратилась в традиционную истину (Obstfeld and Rogoff, 1995; Summers, 1999; Meltzer, 2000).

Однако сложность заключалась в том, что данная концепция так и не получила необходимого теоретического или эмпирического обоснования. Крах плана конвертируемости Аргентины в 2001 году, который жестко привязывал песо к доллару, обозначил начало конца. В настоящее время очевиден тот факт, что большинство стран остается в широком пространстве между плавающим режимом и жесткими институциональными привязками, и редко можно услышать мнение о том, что промежуточные режимы являются изначально неудачным выбором.

Актуально: промежуточные режимы валютных курсов. Коль скоро гипотеза крайних точек отпала, актуальными стали промежуточные режимы. К промежуточным режимам относятся целевые зоны (коридоры), скользящие курсы, привязки к корзине, корректируемая привязка и различные сочетания этих вариантов. По классификации МВФ более половины его членов придерживаются режимов, которые лежат где-то между свободно плавающим курсом и жесткой привязкой. Попытки экономистов классифицировать режимы, которых в действительности придерживаются страны (например, Frankel and Wei, 2008), порой вопреки официальным заявлениям, обычно выявляют еще более высокую долю промежуточных режимов.

3

Неактуально: манипулирование валютными курсами
Актуально: резервы

Неактуально: манипулирование валютными курсами. В 2007 году на МВФ была формально возложена обязанность осуществлять надзор за валютными курсами государств-членов, что, по мнению США, означало возможность указывать Китаю на то, что стоимость его валюты гораздо ниже той, которая должна быть. Несмотря на протекционистские коннотации, формулировка «недобросовестное манипулирование валютными курсами» в течение 20 лет имела официальный статус в законодательстве США и еще более продолжительное время — в Статьях соглашения МВФ. На практике формальное предписание странам с профицитом провести ревальвацию в сторону повышения почти никогда не применялось, в отличие от давления, оказываемого на страны с дефицитом провести девальвацию. Некоторые считают, что при-

шло время устранить подобную асимметрию (Goldstein and Lardy, 2009). Я же полагаю, что пора признать две реальности: во-первых, обычно невозможно с уверенностью определить точную стоимость валюты и, тем более, ее «справедливую» стоимость, а во-вторых, позиция кредиторов является (и всегда будет) более сильной, чем позиция должников. Пришло время отказаться от формулировки о недобросовестном манипулировании валютными курсами.

Законодатели США утверждали, что стоимость китайского юаня занижена и что более гибкий валютный режим Китая принесет выгоды. Эти утверждения не лишены смысла. Однако политики преувеличивают их значение. Представляется нецелесообразным продолжать настаивать на том, чтобы Китай прекратил интервенции на валютном рынке для сохранения фиксированного курса юаня к доллару.

В 2007 году Китай продолжал действовать в соответствии с требованиями извне: отмена привязки к доллару и фактический перенос значительного веса на евро. Однако весной 2008 года Китай отказался от проводимой в 2007 году политики и вернулся к целевой привязке к доллару. Данная мера явилась очевидным ответом на жалобы китайских экспортеров об утрате конкурентоспособности в 2007 году, после того как произошло укрепление евро по отношению к доллару. В 2008 году ожидалось, что возврат к прежней политике будет способствовать конкурентоспособности китайского экспорта за счет США. Но в 2008 году произошло (неожиданное) ослабление евро по отношению к доллару. Если бы Китай придерживался политики 2007 года вместо возврата к привязке к доллару, стоимость национальной валюты сегодня была бы ниже, а не выше. Зависимые от доллара производители оказались бы в менее выгодном положении в плане конкуренции.

«Пришло время отказаться от формулировки о недобросовестном манипулировании валютными курсами».

Однако принципиальный вопрос касается более долгосрочной перспективы. США нуждаются в Китае для финансирования своего дефицита. Несмотря на то, что дефицит США по счету текущих операций в настоящее время сократился наполовину, внутренний долг продолжает расти тревожными темпами. Если бы Китай и другие страны Азии, а также страны, экспортирующие биржевые товары, прекратили покупать казначейские векселя США, результатом стало бы падение доллара, сопровождающееся резким повышением процентных ставок в США. Законодателям США следует быть более осмотрительными в своих просьбах, ведь они могут и удовлетворены.

Актуально: резервы. Если интервенции, призванные сдерживать повышение курса, больше не считаются грехом, то и резервы следует признать как новую «ценность».

Начиная с 1973 года неуклонно увеличивалось число валют с плавающим и регулируемым плавающим режимами. Для многих стран с формирующимся рынком рост гибкости валютного курса был ответом на валютные кризисы 1994–2001 годов.

Теоретически, страны с плавающим режимом не обязаны хранить резервы, и тем более использовать их. Тем не менее, благодаря буму 2003–2007 годов развивающиеся страны и страны с формирующимся рынком смогли накопить резервы до невероятно высокого уровня. Не ограничивая себя вы-

бором большей гибкости валютного курса или более высокого уровня резервов, они выбрали *и то, и другое*. Западные экономисты приводили ряд убедительно звучащих аргументов, указывающих на то, что многие страны хранят гораздо больше резервов, чем необходимо (в Китае резервы сейчас достигли 2 трлн долл. США). При этом отмечалось, что большинство таких резервов хранится в виде низкодоходных казначейских векселей США (Summers, 2006; Jeanne, 2007).

Возможно, что страны с формирующимся рынком разбиваются в ситуации лучше экономистов. Валютные резервы позволили застраховаться во время глобального кризиса ликвидности. Те страны, которые накопили резервы на случай непредвиденных обстоятельств, смогли избежать масштабного обвала курсов во время «паники 2008 года» (Obstfeld, Shambaugh, and Taylor, 2009).

4

Неактуально: установление целевых показателей инфляции

Актуально: борьба с вздутыми ценами на активы

Неактуально: установление целевых показателей инфляции. Прошедшие 10 лет были отмечены таргетированием инфляции (Svensson, 1995; Bernanke et al., 1999). В узком определении данная практика обязывает центральные банки соблюдать годовые целевые показатели инфляции, которые всегда измеряются по индексу потребительских цен (ИПЦ). Деятельности центральных банков оценивается в зависимости от способности достигать таких целевых показателей. «Гибкое» установление целевых показателей инфляции позволяет центральным банкам ориентироваться на объем производства и инфляцию одновременно, в соответствии с известным «правилом Тейлора». Традиционная теория гласит, что банки фактически не должны обращать внимания на цены активов, валютный курс или цены экспорта, разве что как на симптомы инфляции.

Я полагаю, что установление целевых показателей инфляции — по крайней мере, в узком определении этого термина — уже отслужило свою службу.

Во-первых, указание не обращать внимания на валютный курс, вероятно, сможет выполнить лишь десяток стран, твердо придерживающихся плавающего курса, если это вообще возможно. Большинство стран, несмотря на официальные заявления, не придерживается плавающего режима. Происходит обратное — «боязнь плавания» толкает их на интервенции, необходимые для того, чтобы сгладить колебания спроса на национальную валюту (Calvo and Reinhart, 2002).

«Политика оказания экстренной помощи рынкам после их краха породила проблему морального риска, которая усугубляет ситуацию с вздутыми ценами».

Вторым и наиболее важным аспектом для крупных развитых стран является проблема цен на активы. Десятилетие назад большинство монетарных экономистов соглашалось с доктриной бывшего председателя Совета управляющих ФРС США Алана Гринспена о том, что невозможно пытаться выявлять и ликвидировать в самом разгаре спекулятив-

ный ажиотаж на фондовых рынках и рынках недвижимости и что для защиты экономики достаточно лишь снизить процентные ставки после краха рынков. Недавний опыт заставил пересмотреть такую точку зрения.

В-третьих, выбор ИПЦ в качестве ориентировочного индекса цен приводит к излишней дестабилизации счетов внешнеэкономических операций в странах, где торговые потрясения имеют немаловажное значение. Альтернативный индекс цен, например, индекс цен производителей или индекс цен экспорта, представляется более точным индикатором колебаний условий торговли (Frankel, 2005).

Актуально: борьба с вздутыми ценами на активы. На протяжении 30 лет чрезмерная денежно-кредитная экспансия считалась синонимом безудержной инфляции, что, в конечном счете, требовало сокращения денежной массы и, как правило, спада для возвращения к стабильности цен. Такое описание соответствовало периодам спада 1974, 1980, 1981–1982 и 1990–1991 годов. Но XX век полон примеров того, как значительный бум цен на активы заканчивался разрушительным крахом, когда в ретроспективе денежно-кредитная политика оказывалась слишком либеральной в период бума, но *вопреки этому инфляция не проявлялась ни на одном из этапов*. Бум на рынке недвижимости во Флориде в 1920-х годах и бум фондового рынка в Нью-Йорке, за которыми последовал крах 1929 года и Великая депрессия; вздутые цены фондового рынка и рынка недвижимости 1986–1989 годов в Японии с последующим десятилетием стагнации; бум и спад в Азии в 1990-х годах; опыт последнего десятилетия в США — все эти примеры подтверждают описанную закономерность. (Автор работы Bogio, 2005, указывал на это до начала текущего финансового кризиса в 2007 году.)

На «доктрину Гринспена» можно дать ответы по четырем аспектам. Во-первых, выявление вздутых цен не сложнее обнаружения инфляционного давления на 18 месяцев вперед. Во-вторых, у органов денежно-кредитного регулирования действительно имеются инструменты для устранения спекулятивных «пузырей». В-третьих, политика оказания экстренной помощи рынкам после их краха породила проблему морального риска, которая усугубляет ситуацию с вздутыми ценами. В-четвертых, как мы не так давно имели возможность убедиться, издержки в плане сокращения производства могут быть огромными, даже если центральный банк проводит решительно смягчает свою политику.

5

Неактуально: чрезмерная привилегия доллара

Актуально: многовалютные международные резервные активы

Неактуально: «чрезмерная привилегия» доллара. Есть ли возможность поддерживать дефицит счета текущих операций США без масштабного падения доллара? Будут ли США продолжать пользоваться уникальной привилегией — возможностью занимать фактически неограниченные суммы в своей собственной валюте? И в таком случае насколько оправдано определение этой привилегии как «чрезмерной», то есть означающей, что выгоды связаны лишь с такими характеристиками как размеры и история, а не с благоразумным поведением, например, бюджетной дисциплиной, стабильностью цен и стабильным обменным курсом? С 1980 года задолженность США выросла на 10 трлн долларов. В период с января 1973 года по май 2009 года доллар упал на 30 процентов относительно индекса ведущих валют ФРС. Представляется маловероятным, что именно дисциплина в макроэкономической политике позволила США сохранить свою привилегию.

Некоторые утверждают, что США пользуются привилегией принимать обязательства в долларах за счет использования

своих сравнительных преимуществ в предоставлении высококачественных активов остальному миру (Caballero, Farhi, and Gourinchas, 2008; Forbes, 2008; Gourinchas and Rey, 2007; Ju and Wei, 2008; Mendoza, Quadrini, and Rios-Rull, 2007).

Согласно этой интерпретации, фундаментальной причиной дисбалансов счетов текущих операций является избыток сбережений в странах Азии и других странах, ищущих надежных инвестиций. Подобная аргументация, по-видимому, подрывается низким качеством активов США, внезапно проявившимся в 2007 году, а также потерей доверия к финансовым организациям США в ходе последующего кризиса.

Хотя наиболее вычурные из аргументов о непревзойденном качестве частных активов США оказались скомпрометированы, основная идея о чрезмерной привилегии США по-прежнему остается в силе: доллар остается мировой резервной валютой благодаря размерам экономики США, а также по историческим причинам. В связи с этим возникает вопрос о том, является ли уникальная роль доллара вечной, или же достаточно продолжительная история дефицитов и обесценивания может побудить инвесторов обратиться к другим валютам. (См. статью «Будущее резервных валют» на стр. 26 настоящего выпуска).

Актуально: мультивалютные международные резервные активы. Есть ли у доллара реальные конкуренты, способные занять роль единственной ведущей международной резервной валюты? Два предполагаемых претендента 1970-х и 1980-х годов, иена и немецкая марка, имели ограниченный вес. Однако евро представляется правдоподобной альтернативой. Существуют также ряд новых или возрожденных резервных активов, в том числе специальные права заимствования (СДР) МВФ. Наиболее вероятной является система,

сочетающая несколько международных резервных активов, а не полагающаяся преимущественно на доллар.

Что определяет статус резервной валюты? Размеры экономики, глубина финансовых рынков, норма прибыли и историческая инерция. Страны зоны евро по размерам экономики приближаются к США. Впервые кризис подорвал доверие к финансовым рынкам США, которые считались не имеющими ограничений, глубокими и надежными. Более того, доллар продемонстрировал плохую способность сохранять свою стоимость на протяжении времени, как по уровню валютного курса, так и по его волатильности.

Да, современный период напоминает Бреттонвудскую систему 1960-х годов, когда иностранные центральные банки скупали излишние доллары, чтобы предотвратить укрепление собственных валют. Но мы сейчас находимся ближе к концу, чем к началу. Условия напоминают ситуацию 1971 года, когда экспансионистская денежно-кредитная и налогово-бюджетная политика США привела к ухудшению торгового и общего платежного баланса, с последовавшим крахом системы. На этот раз нет оснований ожидать иного результата. США не могут непременно опираться на поддержку иностранных государств-кредиторов.

Изменения в резервных валютах происходят медленно, но переломный момент в конце концов наступает. Наилучшим примером является британский фунт стерлингов, место которого в период между 1931 и 1945 годами занял доллар. В нашей работе Menzie Chinn and Frankel (2008) сделано предположение, что аналогичный переломный момент может быть достигнут между долларом и евро, когда евро станет доминирующей валютой к 2022 году. Эту двухвалютную модель не следует воспринимать слишком буквально. Более вероятным

 COLUMBIA | SIPA
School of International and Public Affairs

PROGRAM IN ECONOMIC POLICY MANAGEMENT (PEPM)

Columbia University's School of International and Public Affairs' Program in Economic Policy Management offers an intensive 14-month program leading to a Master of Public Administration. The program provides rigorous graduate training in micro- and macroeconomics, management, finance and development policy, with a strong emphasis on the policy issues faced by developing countries. The program concludes

with a three-month internship at the World Bank, International Monetary Fund or other public or private sector institutions.

Students may also pursue a focus in International Energy Management and Policy, administered in cooperation with SIPA's Center for Energy, Marine Transportation and Public Policy, to prepare for work in the businesses, markets

and governance structures involved in producing, transporting and marketing energy products.

The program also features a tailored lecture and workshop series, ranging from effective inflation targeting to understanding financial crises.

The program begins annually in early July. Applications are due the preceding January.

pepm@columbia.edu | 212-854-6982; 212-854-5935 (fax) | www.sipa.columbia.edu/academics/degree_programs/pepm

To learn more about SIPA, please visit:

www.sipa.columbia.edu

преемником эры однополярного доминирования доллара является мультивалютная резервная система.

В этом году в числе приобретаемых центральными банками резервов стали появляться наряду с евро и другие международные активы. Во-первых, это СДР. Они появились в конце 1960-х годов как средство, с запозданием прописанное быстро слабеющему Бреттонвудскому пациенту. СДР, выпущенные в начале 1970-х годов, стали претендовать на роль международного резервного актива, но их объемы были слишком малы, чтобы иметь реальное значение. К 1990-м годам этот инструмент практически исчез из международной валютной системы (Eichengreen and Frankel, 1996).

СДР продемонстрировали поразительное возвращение из небытия на совещании Группы двадцати в апреле, когда было принято решение не только утроить активы МВФ, но и впервые за многие годы выпустить новый пакет. Затем Китай предложил заменить доллар, как международную валюту, на СДР. В условиях отсутствия крупного региона или страны, использующих СДР в качестве национальной валюты, у данной единицы нет серьезных шансов конкурировать с евро или иеной, а тем более с долларом. Тем не менее, представляется вероятным, что СДР теперь вновь войдут в список серьезных альтернативных активов в мультивалютной резервной системе, особенно если МВФ примет предложения о «счете замещения», позволяющем членам обменивать ненужные доллары на СДР.

Во-вторых, после многих десятилетий, когда считалось анахронизмом хранить пыльные залежи золотых слитков в центральных банках и их запасы следовало постепенно ликвидировать, желтый металл снова в моде. В этом году сообщалось, что Народный банк Китая резко увеличил свои золотые авуары в качестве альтернативы неограниченному приобретению долларов.

В-третьих, в последнее время иена вновь в определенной степени обрела статус безопасного актива.

Кроме того, существует юань. Несмотря на то что для этого потребуются существенное развитие и открытие финансовых рынков Китая, юань может в течение ближайшего десятилетия стать международной валютой, а спустя 30 лет, возможно, и одной из важнейших валют. Но он будет входить в мультивалютную резервную систему, которая также будет включать доллар, евро, иену, фунт стерлингов, швейцарский франк, СДР, а, возможно, и золото.

Мультивалютная резервная система неэффективна в том же смысле, что и бартерная экономика. Но существование конкурирующих валют обеспечивает всему остальному миру защиту от лидера, эксплуатирующего положение своей валюты за счет накопления слишком больших долгов, а затем уменьшения его стоимости из-за инфляции или ослабления курса. ■

Джеффри Фрэнкел является профессором на гранте Джеймса Харпела Гарвардского университета.

Литература:

Bernanke, B., T. Laubach, F. Mishkin, and A. Posen, 1999, *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience* (Princeton, New Jersey: Princeton University Press).

Borio, Claudio, 2005, "Monetary and Financial Stability: So Close and Yet So Far?" *National Institute Economic Review*, Vol. 192, No. 1, pp. 84–101.

Caballero, R., E. Farhi, and P. Gourinchas, 2008, "An Equilibrium Model of 'Global Imbalances' and Low Interest Rates," *American Economic Review*, Vol. 98, No. 1, pp. 358–93.

Calvo, Guillermo, and Carmen Reinhart, 2002, "Fear of Floating," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117, No. 2, pp. 379–408.

Chinn, Menzie, 2005, "Getting Serious About the Twin Deficits," *Council Special Report No. 10* (New York: Council on Foreign Relations).

———, and Jeffrey Frankel, 2008, "Why the Euro Will Rival the Dollar," *International Finance*, Vol. 11, No. 1, pp. 49–73.

Eichengreen, Barry, 1994, *International Monetary Arrangements for the 21st Century* (Washington: Brookings Institution).

———, and Jeffrey Frankel, 1996, "The SDR, Reserve Currencies, and the Future of the International Monetary System," in *The Future of the SDR in Light of Changes in the International Financial System*, ed. by M. Mussa, J. Boughton, and P. Isard (Washington: International Monetary Fund).

Forbes, Kristin, 2008, "Why Do Foreigners Invest in the United States?" *NBER Working Paper 13908* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau for Economic Research).

Frankel, Jeffrey, 2005, "Peg the Export Price Index: A Proposed Monetary Regime for Small Countries," *Journal of Policy Modeling*, Vol. 27, No. 4, pp. 495–508.

———, and Shang-Jin Wei, 2008, "Estimation of De Facto Exchange Rate Regimes: Synthesis of The Techniques for Inferring Flexibility and Basket Weights," *IMF Staff Papers*, Vol. 55, pp. 384–416.

Goldstein, Morris, and Nicholas Lardy, 2009, *The Future of China's Exchange Rate Policy* (Washington: Peterson Institute for International Economics).

Gourinchas, Pierre-Olivier, and Hélène Rey, 2007, "From World Banker to World Venture Capitalist: U.S. External Adjustment and the Exorbitant Privilege," in *G7 Current Account Imbalances*, ed. by R. Clarida, (Chicago: University of Chicago Press), pp. 11–66.

Jeanne, Olivier, 2007, "International Reserves in Emerging Market Countries: Too Much of a Good Thing?" *Brookings Papers on Economic Activity*: 1, *Brookings Institution*, pp. 1–55.

Ju, Jiandong, and Shang-Jin Wei, 2008, "When Is Quality of Financial System a Source of Comparative Advantage?" *NBER Working Paper 13984* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau for Economic Research).

Meltzer, Allan, 2000, *Report of the International Financial Institution Advisory Commission*, Submitted to the U.S. Congress, March.

Mendoza, E., V. Quadrini, and J. Rios-Rull, 2007, "Financial Integration, Financial Deepness and Global Imbalances," *NBER Working Paper 12909* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau for Economic Research).

Obstfeld, Maurice, and Kenneth Rogoff, 1995, "The Mirage of Fixed Exchange Rates," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9, No. 4, pp. 73–96.

Obstfeld, M., J. Shambaugh, and A. Taylor, 2009, "Financial Instability, Reserves, and Central Bank Swap Lines in the Panic of 2008," *American Economic Review*, Vol. 99, No. 2, pp. 480–86.

Summers, Lawrence, 1999, *Testimony before the Senate Foreign Relations Subcommittee on International Economic Policy and Export/Trade Promotion*, January.

———, 2006, "Reflections on Global Account Imbalances and Emerging Markets Reserve Accumulation," *L.K. Jha Memorial Lecture*, Reserve Bank of India, March 24.

Svensson, Lars, 1995, "The Swedish Experience of an Inflation Target," in *Inflation Targets*, ed. by L. Liederman and L. Svensson (London: Centre for Economic Policy Research).

Перестройка финансовой архитектуры

Что необходимо сделать для укрепления финансового регулирования и надзора?

Эндрю Крокетт

ПОСКОЛЬКУ самая опасная фаза финансового кризиса, начавшегося в 2007 году, по всей видимости, миновала, внимание переключается на укрепление финансовой системы. Разработчики экономической политики сосредотачивают внимание на том, как исправить недостатки финансовой архитектуры, которые способствовали возникновению кризиса.

Сам кризис был вызван многими факторами, относительное значение которых будет обсуждаться годами, но какими бы ни были лежащие в его основе причины, общественность, с полным на то правом, ожидает реформы нормативной базы для предотвращения повторения экономических и людских издержек кризиса.

При таких обстоятельствах возникает естественное желание «усилить регулирование». На самом же деле требуется «усовершенствованное регулирование», режим, который сможет лучше выявлять возникающие уязвимые места, способствовать правильному определению цены рисков и усилит стимулы к осмотрительному поведению. В некоторых случаях для этого потребуются дополнительное регулирование, в других – более целенаправленное использование полномочий, которыми уже располагают органы регулирования. При этом в ходе осуществления реформ важно будет преследовать цель построения финансовой системы, которая была бы не только стабильной, но и эффективной и новаторской.

Удобно разделить реформы на те, которые влияют на институциональный охват регулирования, те, которые меняют суть содержания правил надзора, и те, которые изменяют структуру органов нормативного надзора.

Расширение охвата

По традиции регулирование распространяется на три элемента финансовой системы: банковскую деятельность, страхование и рынки ценных бумаг. В течение длительного времени легко было определить, к какой категории относились те или иные организации, а все эти три элемента вместе по существу охватывали всю гамму финансового посредничества. В последние годы, однако, важную роль в работе финансовой системы начал играть значительно более широкий диапазон институтов.

Это особенно важно в связи с появлением в кредитном посредничестве модели «первоначального кредитования и последующей продажи кредитов». Растет доля кредита, в рамках которого посредником выступают рынки капитала. Это дает два преимущества: заемщики получают доступ к более глубоким источникам ликвидности и, в принципе, риск распределяется среди структур, наиболее способных и готовых к его хранению. Но для эффективной и безопасной работы этой модели необходим набор жестких предварительных условий.

Первоначальным кредиторам необходимы стимулы к правильной оценке кредитных рисков. Создатели и распространители секьюритизированных кредитных продуктов должны обеспечивать надлежащую прозрачность. А держатели цен-

ных бумаг должны понимать свойства активов, которые они приобретают. Это означает, что растет число игроков, имеющих решающее значение для безопасной работы финансовой системы.

Частные пулы капитала, такие как хеджевые фонды и частные инвестиционные фонды, выросли до огромных размеров. Взаимные фонды денежного рынка стали привлекать и размещать растущие суммы краткосрочных средств. Инвестиционные банки значительно расширили свой трейдинг. Первоначальные ипотечные кредиторы находятся в центре создания активов, которые лежат в основе рынков ценных бумаг, обеспеченных ипотекой.

Кроме того, поставщики услуг, таких как системы клиринга и расчетов, рейтинговые агентства и аудиторские фирмы, играют все более важную роль в обеспечении эффективного и безопасного распределения кредита. По этим причинам новая архитектура должна обеспечить надлежащий надзор за значительно более широким диапазоном игроков, чем в прошлом.

Пересмотр параметров регулирования

В основе почти каждого финансового кризиса лежат две проблемы: качество кредита и чрезмерная доля заемных средств (леверидж). Факторы, способствующие возникновению этих проблем, в разных эпизодах бывают различными, однако важная роль этих двух базовых причин является бесспорной.

Надежная реформа архитектуры регулирования, следовательно, требует таких методов надзора, которые противодействуют тенденции к неправильному определению цены кредитного риска и чрезмерной доле заемных средств.

Неправильная оценка кредитного риска является частью того, что в последнее время стало хорошо известно как процикличность финансовой системы. В хорошие времена чувствительность к риску притупляется, показатели риска кажутся низкими, и факторам, смягчающим риск (таким как залоговое обеспечение), часто придается больше значения, чем они того заслуживают. Так что кредиторы предоставляют кредит заемщикам на условиях, которые не отражают риски, возникающие при изменении фазы цикла. В трудные времена, наоборот, преобладает чрезмерная осторожность, на показателях риска отрицательно сказывается опыт последних убытков и стоимость залогового обеспечения резко снижается. Готовность к кредитованию резко уменьшается.

В любой реформе системы важно будет лучше учесть риски на протяжении всего цикла и ограничить тенденцию к процикличности. Базельский комитет по банковскому надзору обсуждает различные способы, при помощи которых это можно сделать. Большинство этих способов предусматривает механизмы, поощряющие банки к созданию дополнительных резервов капитала в периоды благоприятных условий кредитования, так что при изменении фазы цикла этот капитал можно использовать для покрытия убытков, не подталкивая банки к разрушительной нисходящей спирали сокращения кредита.

Чрезмерный леверидж также является неотъемлемой частью процикличности. Леверидж и изменение сроков погашения, например, принятие краткосрочных депозитов и использование их для предоставления более долгосрочных займов, являются важным источником добавленной стоимости в финансовой системе, но они зависят от тщательного управления рисками и поддержания капитала на надлежащем уровне. Реформы должны будут придать большее значение осмотрительному финансированию портфелей активов банков.

Очевидно, что в финансовой системе будут необходимы более высокие уровни капитала, особенно для покрытия рисков трейдинга. Важно будет при этом не использовать требования в отношении минимального размера капитала банков как единственную реакцию на системные риски. На самом деле после определенной точки повышение требований к минимальному размеру капитала, увеличивая расходы, может направить посредничество в менее регулируемые каналы, где риски могут оказаться выше. Увеличению капитала должен соответствовать акцент на совершенствование управления рисками. В частности, необходимо уделять больше внимания управлению рисками ликвидности, возможно, опираясь на количественные нормы изменения сроков погашения.

Реорганизация органов регулирования

В последние годы традиционная модель регулирования, в которой отдельные органы осуществляли надзор за банками, страховыми компаниями и рынками ценных бумаг, стала подвергаться сомнению в связи с появлением интегрированных органов регулирования в Японии, Германии и Соединенном Королевстве, среди других стран, а также австралийской и голландской моделью «Twin Peaks», которая отделила пруденциальный надзор от регулирования оперативной деятельности и защиты потребителей. Вместе с тем текущий кризис требует более фундаментальной переоценки структуры обязанностей органов регулирования. При разделении ответственности органов регулирования необходимы более эффективные механизмы сотрудничества между различными регулирующими органами и, если центральный банк не является таким органом, с органами денежно-кредитного регулирования.

Кроме того, глобальный характер финансовой отрасли и текущего кризиса подчеркивает важность не только национальных структур регулирования, но и надлежащих механизмов координации на мировом уровне.

Попытки обеспечить системную стабильность только за счет обеспечения осмотрительной деятельности отдельных финансовых организаций все чаще признаются недостаточными. Микропруденциальный надзор может не выявить риски, которые возникают на макропруденциальном уровне. Эти риски могут возникнуть при одновременном шоке для всех финансовых организаций и/или при возникновении внутренней дестабилизирующей динамики рынка под влиянием ответных мер на эти шоки.

Наиболее очевидным примером служит попытка организации, испытавшей отрицательный шок, сказавшийся на портфелях ее активов, избежать рисков путем ликвидации активов. Продажа активов снижает цены, что приводит к убыткам для других организаций, которые, в свою очередь, стремятся защититься путем ликвидации активов. Таким образом, возникает спираль снижения цен на активы и ликвидации портфелей.

Многие страны рассматривают вопрос о создании органа регулирования системного риска, который будет отвечать за стабильность финансовой системы в целом. Такой орган регулирования системного риска должен будет выявлять пробелы в структурах регулирования и возникающие уязвимые мес-

та в финансовых трендах. Широко обсуждается вопрос, какое агентство должно регулировать системный риск. Согласно одной из точек зрения, эту ответственность должен принять на себя центральный банк ввиду его традиционной заботы о финансовой стабильности, прямого участия в операциях рынка и способности выступать в роли кредитора последней инстанции в случае кризиса, используя свой баланс.

Альтернативная точка зрения заключается в том, что поручение центральному банку такой ответственности сосредоточит слишком много полномочий в руках одной организации, что создаст риск повышения степени приобретения ею политического характера. Кроме того, превращение центрального банка в орган системного регулирования может принести в жертву некоторые ценные соображения других органов регулирования. По этой причине ответственность за системный надзор можно передать совету органов регулирования, возможно, имеющему свой собственный независимый штат сотрудников, которым поручена оценка системного риска. Также возможны и промежуточные решения.

Важным аспектом структуры регулирования является разработка международной координации. Финансы приобретают все более международный характер, с мировыми рынками и крупными трансграничными финансовыми организациями. Желательно, чтобы на финансовое посредничество распространялось последовательное высококачественное регулирование во всех основных юрисдикциях. Это позволит повысить уровень безопасности, ограничить возможности для регулятивного арбитража, избежать дорогостоящего надзора и его дублирования, а также содействовать равным конкурентным условиям.

Проще всего этого можно добиться, создав один мировой финансовый директивный орган, но на обозримое будущее это — нереалистичный вариант. Обязанности по регулированию являются вопросом национального суверенитета, и в любом случае правительства стран должны принимать дорогостоящие решения, когда одна из частных организаций их страны сталкивается с трудностями. Так что на практике координации регулирования следует добиваться в рамках международных организаций, опираясь на договоренности и давление со стороны членов организаций. Было бы желательно, тем не менее, предоставить более широкие полномочия таким организациям и группам для выполнения их рекомендаций.

К основным таким организациям относятся МВФ, БМР, Совет по финансовой стабильности, а также различные отраслевые органы, занимающиеся установлением стандартов (Базельский комитет по банковскому надзору, Международная организация комиссий по ценным бумагам, Международная ассоциация органов страхового надзора, Совет по международным стандартам бухгалтерского учета). В той мере, в которой эти организации смогут заручиться поддержкой в должной мере представительных групп (таких как лидеры стран Группы 20-ти), их рекомендации и решения будут иметь больший вес.

Правильное решение

Многое можно сделать, чтобы поставить финансовое регулирование и надзор на более прочную основу в целях повышения стабильности системы при сохранении ее важного вклада в эффективное функционирование экономики в целом. Идущая в настоящее время дискуссия, по всей видимости, ставит нужные вопросы и идет в правильном направлении. Тем не менее, важно будет тщательно рассмотреть ее предлагаемые итоги, чтобы не принимать уже устаревших решений и не стать жертвой закона непредвиденных последствий. ■

Эндрю Крокетт — президент JPMorgan Chase International.



Что дальше?

Карло Коттарелли и Хосе Виньялс

**Странам
необходимо
уже в настоящее
время приступить
к разработке
экономических
стратегий на
период подъема
экономики**

ГЛОБАЛЬНАЯ экономика подает признаки оживления: появился свет в конце туннеля, но перспективы остаются крайне неопределенными. Поэтому, хотя еще рано отменять меры ответной политики на кризис, очень важно приступить к выработке стратегий на период экономического подъема. Если это не будет сделано, ожидания будут разрушены и воздействие оказываемой в настоящее время налогово-бюджетной и денежно-кредитной поддержки будет ослаблено.

Налогово-бюджетные органы и центральные банки, для того чтобы остановить глобальный экономический спад, подменили падающий спрос со стороны потребителей и фирм и оказали существенную поддержку финансовому и другим ключевым секторам. В результате их балансы активов и обязательств возросли, а также стали более рискованными.

Помимо того, что связанные с кризисом меры политики привели к ослаблению государственных балансов активов и обязательств, резкое увеличение государственного долга произошло в период повышения расходов на здравоохранение и пенсионное обеспечение ввиду старения населения, особенно в странах с развитой экономикой. Продолжающийся рост долга подорвал предпринимавшиеся в течение более чем десяти лет усилия многих стран, направленные на укрепление государственного бюджета в связи с проблемой старения населения. Ослабление кредитно-денежной политики и использование нетрадиционных мер политики центральными банками, возможно, было важным для предотвращения коллапса финансо-

вого сектора, однако широкая скупка рискованных активов подвергла ряд центральных банков опасности потенциальных убытков, а квазифискальный характер некоторых из этих мер может привести к политическому давлению на независимость центральных банков.

Что это означает для мер политики на период подъема экономики? Во-первых, необходимо более решительно взяться за решение проблем, связанных со старением населения. Во-вторых, необходимо сохранить и даже усилить потенциал центральных банков по сдерживанию инфляции. В-третьих, меры политики должны будут способствовать сильному и устойчивому экономическому росту путем восстановления контроля частного сектора над финансовым и другими секторами, с тем чтобы обеспечить конкуренцию и сопутствующий прирост производительности.

Беспрецедентные бюджетные проблемы

Три фактора способствуют серьезному ослаблению государственных финансов:

- падение экономической активности и замедление экономического роста в последующие несколько лет в сопоставлении с докризисными прогнозами;
- принятие пакетов бюджетного стимулирования; и
- государственные интервенции в поддержку финансового сектора.

Ожидается, что отношение долга к валовому внутреннему продукту (ВВП) повысится в странах с развитой экономикой до 115 проц-

ентов в 2014 году, согласно прогнозам в июльском выпуске бюллетеня «Перспектив развития мировой экономики», против 75 процентов в 2007 году. К 2014 году коэффициент долга будет близким к 90 процентам или более во всех странах Группы семи, за исключением Канады (то есть во Франции, Германии, Италии, Японии, Соединенном Королевстве и Соединенных Штатах).

Столь резкое повышение государственного долга является беспрецедентным в мирное время. Долг сильно повышался в 1930-х годах, но с более низкого уровня (например, с 20 процентов ВВП в США в 1929 году). Более того, демографические тенденции были благоприятными в 1930-х годах.

Лишь относительно небольшая часть увеличения долга в странах с развитой экономикой — 6 процентов до настоящего времени — связана с операциями финансовой поддержки. Основная часть увеличения долга объясняется мерами бюджетного стимулирования и, в особенности, потерями налоговых поступлений из-за экономического спада и краха цен на активы. Таким образом, бюджетная проблема не может быть решена простым «свертыванием» операций финансовой поддержки.

Бюджетные риски

Неспособность остановить тенденцию к увеличению долга может породить обеспокоенность тем, что долг, в конечном итоге, будет «погашен инфляцией» или что дефолт окажется неизбежным. Процентные ставки в этом случае возрастут, что только усугубит бюджетную проблему и грозит остановкой экономического подъема; сроки погашения долговых инструментов сократятся; и произойдет кризис рефинансирования. Обеспокоенность таким развитием событий будет особенно сильной в странах, в которых предполагаемый риск понижения курса валюты является высоким.

Консенсусные прогнозы и рыночные индикаторы ожиданий, выведенные на основании индексированных по инфляции облигаций в основных странах с развитой экономикой, показывают, что ожидаемая инфляция будет оставаться низкой в течение следующего десятилетия. Кроме того, несмотря на то что процентные ставки по государственным ценным бумагам в течение нескольких месяцев растут, они также остаются низкими. Однако реакция рынков часто бывает запоздалой и внезапной, и поэтому позитивная рыночная реакция до настоящего времени не является прочной гарантией на будущее.

Некоторые комментаторы предполагают, что инфляция — которая может произойти, если центральные банки окажутся неспособными сократить свои балансы активов и обязательств и достаточно быстро ужесточить денежно-кредитную политику с наступлением подъема экономики — может сыграть полезную роль в сокращении долгового бремени. Однако высокая инфляция порождает собственные крупные искажения и для того, чтобы ее снова понизить, могут потребоваться высокие расходы. Кроме того, инфляция, измеряемая однозначными показателями, не приведет к серьезному уменьшению реальной стоимости долга, особенно если более высокие инфляционные ожидания найдут свое отражение в более высоких процентных ставках, когда в последующие годы правительства будут сами рефинансировать свою задолженность. Короче говоря, стабильность цен в форме низкой инфляции является крайне важным общественным благом. Ее необходимо сохранить, чтобы поддержать устойчивый экономический рост.

Решительные действия центральных банков

Решительные действия центральных банков по предоставлению ликвидности и другой финансовой поддержки помогли предотвратить крахение финансового сектора и разрушительную дефляцию. Центральные банки существенно понизили ставки интервенции. В ходе операций по предоставлению ликвидности они удлинili сроки погашения и расширили диапазон залогового обеспечения и группу контрагентов, с тем чтобы обеспечить плавный приток резервных денег в систему.

Центральные банки также проводили различные, часто нетрадиционные, операции с активами, как для того чтобы решить проблему краткосрочных процентных ставок, которые в некоторых случаях были близки к нулю, так и для того чтобы не допустить крайне сильных рыночных искажений, особенно в условиях крайне резкого повышения спроса банков на остатки резервных средств после краха Lehman Brothers в сентябре 2008 года. В частности, применение нетрадиционных инструментов повлекло за собой количественное ослабление и облегчение доступа к кредиту. *Количественное ослабление* в случае этого кризиса состояло из покупок государственных ценных бумаг для понижения долгосрочных процентных ставок, в то время как *облегчение доступа к кредиту* включало покупки активов частного сектора для противодействия повышению спреда процентных ставок по кредитам на отдельных рынках (центральные банки, например, становились покупателями последней инстанции в условиях загибающегося рынка коммерческих ценных бумаг). В некоторых странах совокупные последствия количественного ослабления и ослабления доступа к кредиту для балансов центральных банков были весьма существенными. Например, к концу июня 2009 года, по прошествии двух лет после начала кризиса, баланс Федеральной резервной системы США более чем удвоился, а Банка Англии почти утроился, достигнув в обоих случаях приблизительно 15 процентов ВВП. Баланс Евросистемы расширился приблизительно на 50 процентов, достигнув 20 процентов ВВП.

Перед денежно-кредитной политикой стоят необычные проблемы

Центральные банки могут сталкиваться с напряженной ситуацией, вызванной как рисками усиления инфляционного давления — будь то под влиянием внутреннего спроса и цен на биржевые товары или вторичного эффекта изменений обменного курса, — так и обеспокоенностью в отношении финансовой стабильности при сохранении слабых экономических показателей.

Широкое использование нетрадиционных инструментов усложнило как формулировку политики, так и передачу ее сигналов. Обычно сигналом изменения политики центрального банка служит только один инструмент, краткосрочная процентная ставка, которая, как правило, является межбанковской ставкой. Однако нетрадиционные операции, к которым прибегли центральные банки, значительно затрудняют оценку общей направленности кредитно-денежной политики. Эта трудность может сохраниться на ранних этапах подъема экономики, если инфляционное давление вновь проявится в некоторых странах, прежде чем рынки полностью восстановятся, и поэтому нетрадиционные инструменты могут в определенной степени по-прежнему применяться даже при повышении процентных ставок.

Таким образом, перед центральными банками могут стоять важные задачи в ряде связанных между собой областей: определение времени и масштабов отказа от ослабления политики; определение необходимой структуры будущих балансов; координация действий с налогово-бюджетными органами и другими центральными банками; и информирование общественности о принятой стратегии. Кроме того, хотя главной целью денежно-кредитной политики должно оставаться обеспечение стабильности цен, идет оживленная дискуссия по вопросу о том, какой должна быть роль центрального банка в обеспечении финансовой стабильности.

Возвращение к нормальной ситуации

По мере восстановления экономики необходимо будет вернуться к нормальной ситуации не только в отношении государственного долга и балансов активов и обязательств центральных банков, но и в отношении круга институциональных обязанностей. Чтобы уменьшить вероятность будущего кризиса, как только начнется прочный экономический подъем, необходимо будет провести финансовую коррек-

ровку, включающую реформы пенсионной системы и системы здравоохранения. Завершение интервенций центральных банков при компенсации любых соответствующих потерь государственного бюджета позволит центральным банкам сохранить за собой возможность контролировать инфляцию.

Необходима большая налогово-бюджетная дисциплина

Масштабы бюджетной корректировки, которая потребует в ближайшие два десятилетия, почти беспрецедентны, особенно в случае стран с наиболее высоким уровнем долга. Проведенное Департаментом по бюджетным вопросам МВФ исследование показывает, что страны с развитой экономикой, имеющие высокий долг (свыше 60 процентов ВВП в 2014 году), должны будут поддерживать средний первичный профицит (доходы за вычетом расходов до уплаты процентов) на уровне $4\frac{1}{2}$ процентов начиная с 2014 года, с тем чтобы сократить уровень долга до 60 процентов ВВП к 2030 году (Horton, Kumar, and Mauro, 2009).

Бюджетная корректировка потребует реформы систем пенсионного обеспечения и здравоохранения, которые являются ключевым фактором давления на сторону расходов в предстоящие десятилетия. Чистая приведенная стоимость будущих расходов, связанных со старением населения, в 10 раз превышает бюджетные издержки, вызванные кризисом. Меры политики в этой области являются политически трудными и потребуют проведения дальнейшей подготовительной технической работы, но они необходимы. Такие меры, как повышение пенсионного возраста, могут существенно уменьшить чистую приведенную стоимость будущих государственных расходов, не подрывая воздействия бюджетного стимулирования на совокупный спрос.

Однако бюджетная корректировка должна будет распространяться и на иные области, кроме пенсионного обеспечения и здравоохранения, и более широко охватить доходы и расходы в целом. Различия в условиях и предпочтениях в отношении мер политики приведут к тому, что странами будут приниматься различные решения, но некоторые положения будут общими. Что касается *сторон расходов*, то необходимо, чтобы меры бюджетного стимулирования не стали перманентными. На *стороне доходов* первым шагом станет расширение налоговой базы, однако изменения налоговой структуры, вероятно, станут более важными, чем прежде. В этом отношении к числу главных приоритетов относятся налоги, направленные на исправление внешних эффектов (например, налогообложение выбросов углерода). Полезную роль для поддержания бюджетной корректировки могут сыграть такие институциональные механизмы, как среднесрочные бюджетные стратегии, законы о бюджетной ответственности, бюджетные правила и советы по налогово-бюджетным вопросам, в зависимости от конкретных обстоятельств страны.

Меры политики должны также обеспечить надлежащее восстановление стоимости активов, приобретенных во время кризиса. Власти стран могут время от времени сталкиваться с необходимостью выбора между быстрой продажей активов частному сектору, как только приобретенные банки или компании станут снова доходными, и более постепенным подходом, который, в конечном итоге, может обеспечить большую прибыль для государственного бюджета.

Главным приоритетом должен служить экономический рост, учитывая его способность улучшить долговое положение страны. Повышение на 1 процентный пункт темпов экономического роста на протяжении 10 лет (при сохранении расходов неизменными и при допущении налоговой ставки в 40 процентов) ведет к уменьшению государственного долга на 24 процентных пунктов ВВП. Если экономический рост в предстоящее десятилетие будет в среднем таким же, как в последние два десятилетия, сбалансированный бюджет — хотя он и является трудной задачей — будет достаточным, чтобы сократить коэффициент долга страны со 100 до 60 процентов ВВП. Однако экономический рост в течение следующего десятилетия отнюдь не гаран-

тирован. Кризис мог привести к более низкому потенциальному росту, чем в предыдущие десятилетия, и его могут также ограничить негативные демографические изменения. Таким образом, важное значение имеют реформы, направленные на повышение потенциального роста.

Положительным моментом является то, что элементарная арифметика динамики долга показывает, что, вне зависимости от исходного уровня, отношение долга к ВВП конвергирует к уровню, который зависит только от темпов экономического роста и отношения дефицита к ВВП. Поэтому усилия, направленные на повышение темпов роста и сдерживание дефицита, могут окупиться, даже если долг в настоящее время находится на высоком уровне.

Трудные задачи денежно-кредитной политики

Способность центральных банков сохранять стабильность будет важна для высокого экономического роста, который желателен сам по себе, а также необходим для обеспечения устойчивой долговой ситуации. Хотя дефляция может иметь пагубные последствия и усилила бы спад, более высокие темпы инфляции, чем те, которые согласуются со стабильностью цен, могут также повредить экономическому росту.

«Способность центральных банков сохранять стабильность будет важна для высокого экономического роста, который желателен сам по себе, а также необходим для обеспечения устойчивой долговой ситуации».

Особо важными задачами на краткосрочный период являются стабилизация финансового сектора и реальной экономики. Однако по мере ослабления кризиса способность центральных банков обеспечивать стабильность цен может оказаться под угрозой из-за расширившихся балансов, содержащих активы с повышенным риском.

- Крупные избыточные резервы могут привести к быстрому росту кредитования и инфляционному давлению.
- Некоторые активы могут быть трудно использовать для целей денежно-кредитной политики и управления ликвидностью.
- Применение количественных инструментов затруднит оценки денежно-кредитной политики.
- Убытки и квазифискальные операции могут привести к политическому давлению, которое подорвет независимость центральных банков.

Элементы стратегии

Ключевые элементы стратегии «выхода» центрального банка, в порядке их очередности, включают: ограничение и прекращение нетрадиционных операций; реструктуризация баланса; подготовка инструментов для ужесточения денежно-кредитной политики; и определение мер политики для «привязки» ожиданий и информирования о них общественности.

Нетрадиционные операции. Некоторые нетрадиционные операции, оправданные только кризисом, будут прекращены при нормализации финансовых условий, и спрос на избыточные остатки резервных средств автоматически сократится. Другие позиции баланса потребуют более активного управления и более активных мер политики.

Покупки государственных ценных бумаг в рамках «количественного ослабления» были произведены для снижения долгосрочных процентных ставок. Немедленные продажи могут привести к повышению стоимости государственного заимствования, поэтому сроки этих продаж являются особенно важными. Хотя государственные ценные бумаги могут использоваться в операциях на открытом рынке для изъятия избыточной ликвидности, срочной потребности в их продаже не существует, так как многие центральные банки обычно держат в своих авуарах долгосрочные ценные бумаги.

Наиболее ограниченными по времени являются программы облегчения кредитования (покупки активов частного сектора с целью противодействовать повышению спредов процентных ставок по кредитам). Как и в случае «количественного ослабления», свертывание масштабных операций по облегчению кредитования может быть равносильно ужесточению денежно-кредитной политики. В этом случае также выбор сроков должен отражать общую оценку экономических условий.

Наиболее трудные проблемы, возникающие при облегчении кредитования, будут связаны с наличием в авуарах центральных банков часто неликвидных ценных бумаг частного сектора, стоимость которых часто является неопределенной. Эти активы может оказаться невозможным использовать в нормальных операциях на открытом рынке, и, таким образом, они могут затруднять усилия, принимаемые для изъятия ликвидности при появлении инфляционного давления. Более того, эти активы могут быть главным фактором потерь центральных банков.

Реструктуризация балансов активов и обязательств. Крупные необычные позиции по активам, которые в настоящее время держат в своих авуарах некоторые центральные банки, порождают как рыночные, так и кредитные риски. Связанные с ними потери могут привести к тому, что некоторые центральные банки будут иметь отрицательный чистый капитал. Могут материализоваться кредитные риски, приобретенные в результате как операций облегчения кредитования, так и принятия более рискованного залогового обеспечения. Рыночный риск, главным образом связанный с покупками долгосрочных активов с низкой доходностью, может привести к снижению стоимости активов при повышении процентных ставок.

Надлежащие ответные меры в случае каждого центрального банка будут зависеть от структуры его баланса. Если капитал будет по-прежнему положительным, а операции в целом прибыльными, то со временем баланс должен укрепиться. Но если потери по кредитам будут высокими, правительство должно будет передать средства центральному банку, чтобы рекапитализировать его. В противном случае финансово слабый центральный банк будет в большей степени подвергаться политическому давлению и большей неохотой принимать необходимые меры, что будет иметь серьезные последствия для стабильности цен.

Подготовка к ужесточению денежно-кредитной политики. Центральные банки должны восстановить контроль над ликвидностью и вновь сделать краткосрочную ставку интервенции ключевым инструментом денежно-кредитной политики, с тем чтобы они были готовы к ужесточению политики, когда для этого настанет время.

При выходе экономики из кризиса банки могут по-прежнему держать значительную избыточную ликвидность, которая должна быть вновь изъята, чтобы сдержать рост кредитования и инфляцию. Центральные банки могут использовать с этой целью многие инструменты и меры, включая обратные репо (продажа государственных ценных бумаг на балансе центрального банка, которые он соглашается позднее выкупить), выпуск векселей центрального банка и повышение вознаграждения по резервам банков, которые они хранят в центральном банке.

Повышение вознаграждения за резервы будет важным, но применение такого рода постоянных депозитных механизмов грозит ослаблением стимулов к межбанковским операци-

ям. Поскольку центральные банки обычно используют межбанковскую ссудную ставку в качестве ставки интервенции, более узкий межбанковский рынок будет сказываться на механизме передачи изменений процентной ставки на более широкую экономику, и этот фактор необходимо учитывать при определении денежно-кредитной политики.

Центральные банки, которые проводили широкие операции облегчения кредитования, могут иметь в своих авуарах долгосрочные активы, которые не могут использоваться в операциях на открытом рынке, и для повторного поглощения ликвидности они должны будут применять срочные депозиты или векселя центрального банка.

Наконец, некоторым центральным банкам может потребоваться ужесточить политику в отношении залогового обеспечения для уменьшения рисков будущих потерь, а также во избежание рыночных искажений. Это потребует тщательного планирования, чтобы избежать неожиданных потрясений на рынках.

Информирование общественности

Еще слишком рано начинать ужесточать налогово-бюджетную и денежно-кредитную политику, но уже настало время для правительств начать «привязку» ожиданий путем определения и доведения до сведения общественности стратегий и предлагаемых мер для обеспечения финансовой платежеспособности. Необходимо заверить рынки в том, что факторы, вызывающие беспокойство на долгосрочную перспективу, будут устранены, а налогово-бюджетная политика будет ужесточена, когда начнется экономический подъем. Более того, отдельные меры, которые не влекут за собой риска отрицательного воздействия на совокупный спрос, могут быть приняты уже в настоящее время, такие как институциональные реформы, направленные на повышение прозрачности бюджета, и среднесрочные бюджетные стратегии (например, заслуживающие доверия обязательства о сокращении бюджетного дефицита в среднесрочной перспективе).

Рынки также будут положительно реагировать на меры денежно-кредитной политики, которые заверят их в прочности обязательства ограничить инфляцию. В начале кризиса рынки иногда не понимали смысла проводимой денежно-кредитной политики, который иногда скрывался за чрезвычайными мерами, использовавшимися для обеспечения финансовой стабильности или облегчения доступа к ликвидности. Чтобы избежать такого непонимания политики на этапе «выхода» потребуются четкое информирование общественности центральным банком. Очень важно будет установить различие между направленностью политики и мерами, принимаемыми для ее реализации. В этом поможет использование центральными банками общей терминологии.

Ключом к успешному «выходу» служит международное сотрудничество

Международное сотрудничество необходимо, чтобы обеспечить согласованность мер налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики стран на этапе «выхода», которые должны основываться на опыте, накопленном до настоящего времени в ходе текущего кризиса, и вести к его расширению. Практически одновременное начало кризиса в странах с развитой экономикой помогло в координации принятых беспрецедентных мер политики. Однако экономический подъем может быть менее синхронным. Поэтому обеспечение международной согласованности мер макроэкономической политики может быть более трудным, и особые условия стран могут сыграть большую роль в обсуждении правительствами направленности их политики. ■

Карло Коттарелли — директор Департамента по бюджетным вопросам МВФ; Хосе Виньялс — финансовый советник и директор Департамента денежно-кредитных систем и рынков капитала.

Рост после кризиса

Франческо Джавацци

**Для
восстановления
мировой
экономики
потребуется
найти замену
ставшему
бережливым
американскому
потребителю**

АМЕРИКАНСКИЕ потребители, которые в течение десятилетий играли роль движущей силы мировой экономики, по-видимому, надолго «затянули пояса».

Чтобы оценить масштабы, отметим, что частное потребление в США составляло в 2008 году примерно 10 триллионов долларов, а потребление в странах Европейского союза (ЕС) — примерно 9 триллионов долларов. В странах Азии потребление было на уровне менее 5 триллионов долларов. До кризиса на частное потребление в США приходилось примерно 16 процентов глобального объема производства. Неудивительно, что экономия средств американскими потребителями вызвала глубокий спад мировой экономики. Не вызывает удивления и тот факт, что расширение спроса в странах с формирующимся рынком — например, в Китае, Индии, Бразилии, — несмотря на идущий подъем, не способно компенсировать падение продаж в США.

Кристофер Д. Кэрролл, экономист из Университета Джонса Хопкинса, который более десяти лет занимается изучением поведения американских потребителей, прогнозирует, что домашние хозяйства США, обеспокоенные спадом, увеличат сбережения примерно до 4 процентов располагаемого дохода (то есть дохода после вычета налогов). Это уровень сбережений домашних хозяйств США в середине 1990-х годов — до того активного роста потребительских расходов, который в предшествующий кризису период привел к сокращению сбережений почти до нуля. Располагаемый доход составляет приблизи-

тельно 70 процентов валового внутреннего продукта (ВВП), поэтому увеличение нормы сбережений домашних хозяйств на 4 процента будет соответствовать падению потребления домашних хозяйств примерно на 3 процента ВВП.

Для того чтобы компенсировать сокращающиеся потребительские расходы и уменьшающиеся инвестиции коммерческих предприятий, многие государства увеличили государственные расходы и сократили налоги, а это привело к увеличению государственного дефицита. Однако государственные меры стимулирования обеспечивают лишь краткосрочную поддержку. В долгосрочной перспективе дефицит экономически неприемлем. В конечном счете, для процветания потребуется восстановление потребительских расходов и расходов предприятий. Действительно, несмотря на то что частному спросу еще только предстоит восстановление, политики рассуждают о том, как и когда следует начать сокращение или отмену мер стимулирования экономики и возвращение сальдо бюджета к равновесному состоянию, чтобы не ввергнуть мир в новый виток спада (см. статью «Достижение устойчивости мирового подъема — вопрос тонкого равновесия» в данном выпуске).

Каким образом мир будет компенсировать сокращение глобального спроса, достигающее 3 процентов ВВП США, когда государства приступят к неизбежному упорядочению государственных финансов? Это — основная проблема, которая стоит перед политиками и экономистами.

На фото — опустевший торговый центр около Вашингтона вечером в пятницу.

Многие полагают, что в среднесрочной перспективе ответом является рост внутреннего спроса в Китае. Но это представляется маловероятным. По крайней мере, в течение некоторого времени Китай не сможет компенсировать недостаток спроса в размере 3 процентов ВВП США. Размеры экономики Китая составляют треть от экономики США. Таким образом, чтобы компенсировать падение спроса в США, расходы Китая должны будут возрасти примерно на 10 процентов ВВП. Это возможно, но потребует принципиальных реформ. В настоящее время на сбережения в Китае приходится примерно 40 процентов ВВП: половина — на домашние хозяйства, вторая половина — на компании.

Сбережения Китая

Факторы, обуславливающие такую высокую норму сбережений, вряд ли могут быстро измениться. Сбережения китайских компаний достигают столь высокого уровня потому, что банковская система по-прежнему отдает предпочтение государственным предприятиям и отсутствует культура финансирования перспективных проектов частного сектора. Сбережения домашних хозяйств в основном делаются из предосторожности, поскольку в стране отсутствует государственная система социальной защиты и существует лишь небольшое число финансовых продуктов, обеспечивающих распределение риска, таких как медицинское страхование, страхование жизни, пенсии. Хотя официальным органам Китая давно известно об этих проблемах, реформы идут медленными темпами. С начала кризиса органы государственного управления Китая использовали государственные расходы — главным образом в новые объекты инфраструктуры — для компенсации падения спроса на экспорт страны. Однако есть некоторые признаки того, что производительность дополнительных расходов на инфраструктуру снижается. Что необходимо Китаю, так это страхование на случай безработицы, государственные пенсии, медицинское страхование, государственные школы и новая культура банковской деятельности. Пока этого не будет, норма частных сбережений будет оставаться огромной, а частные расходы, соответственно, низкими.

Необязательно, чтобы Китай полностью компенсировал весь спад потребления в США. Спрос может также увеличиваться в таких странах, как Индия и Бразилия, но, принимая во внимание размеры экономики этих стран, представляется маловероятным, что они смогут целиком компенсировать падение потребления в США. Конечно, здесь могли бы сыграть роль и страны Европы, однако Германия, ядро Европейского союза, экономика которой традиционно опирается на экспорт, неспособна добиться собственного роста за счет внутреннего спроса, не говоря уже о том, чтобы ее спрос создал стимул для остального мира.

Существует ли выход из этого тупика? Может быть, нет необходимости в том, чтобы потребительский спрос США был полностью и незамедлительно восполнен потребительским спросом в других странах для восстановления полной занятости во всем мире. Рассмотрим проблему под другим углом — опираясь на базовые представления модели экономического роста, за которую Роберт Солоу в 1987 году был удостоен Нобелевской премии. Для полной занятости в мировой экономике сбережения должны быть равны инвестициям. Если мировая норма сбережений растет (а она будет расти, если увеличение нормы сбережений потребителей в США не компенсируется достаточно большими сокращениями нормы сбережений в других странах), то единственным способом сохранить полную занятость становятся более высокие инвестиции.

Это уже до некоторой степени произошло за счет роста государственных инвестиций, которые были частью пакета мер стимулирования экономики во многих странах. Но опора на более высокие государственные инвестиции в более долгосрочной перспективе создает две проблемы.

- Для восстановления равновесия на мировых рынках товаров государственные инвестиции — например, в США — должны удвоиться, с менее 3 процентов до почти 6 процентов ВВП. Неясно, будет ли возможен столь существенный рост государственных инвестиций: в колоссальном по объему за действованных средств законе 2009 года «Об оздоровлении национальной экономики и реинвестировании» предусматриваемый рост государственных инвестиций в США составляет менее 1 процента ВВП в год.

- Любое увеличение государственных инвестиций несет с собой высокую вероятность того, что часть их будет потрачена впустую и не приведет к увеличению производительного потенциала основных фондов, — как отмечалось выше, нечто подобное, по-видимому, в настоящее время имеет место в Китае.

Частные инвестиции, на долю которых приходится значительно большая доля ВВП (примерно до 20 процентов в США), являются гораздо более вероятным кандидатом на восполнение дефицита расходов, чем государственные инвестиции. Но что вынудит компании увеличить инвестиционные расходы в разгар тяжелого спада? Технологического прорыва — такого как начавшаяся в середине 1990-х годов интернет-революция, — судя по всему, не предвидится.

Новый виток частных инвестиций могло бы вызвать осознание того, что кризис изменит структуру мирового спроса в долгосрочной перспективе. Чтобы адаптироваться к такому изменению в структуре мирового спроса, потребуются коррекция в структуре мирового производства, а для этого необходима будет реструктуризация промышленности и как следствие — новые инвестиции.

Если потребление в США необратимо снизится, а потребление в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах со временем будет на стабильно более высоком уровне, то произойдет изменение структуры мирового спроса, поскольку структура потребления той или иной страны зависит от ее доходов на душу населения. Это означает, что произойдет изменение в видах востребованных товаров. Нечто подобное уже начало происходить: производители сырьевых товаров (в частности, в Латинской Америке) получают выгоды от смещения спроса в сторону Китая и Индии. Хотя спрос и цены на сырьевые товары в период спада снизились, они уже вновь начали расти. Вместе с тем спрос на немецкие автомобили высокого класса практически сошел на нет. Адаптация структуры мирового производства к таким изменениям структуры мирового потребления не может произойти без масштабной реструктуризации, а значит, и существенных инвестиций.

Таким образом, необратимое увеличение нормы сбережений в США может быть компенсировано, по крайней мере частично, за счет роста частных инвестиций. Что заставит компании инвестировать — это предвосхищение изменений в географическом распределении и структуре потребления (относительно большее потребление в Китае, относительно меньшее потребление в США), более высокий спрос на такие товары, как базовая бытовая техника, и сравнительно меньший спрос на дорогие автомобили.

Из этого наблюдения можно сделать интересный вывод. Те страны, которые инвестируют в реструктуризацию, выйдут из переходного периода с более высоким (на душу населения) уровнем основных фондов, а значит, с более высокими доходами на душу населения. Страны, которые проводят реструктуризацию — и делают это должным образом, включая ту часть, которая осуществляется посредством государственных инвестиций, — выйдут из кризиса более богатыми. ■

Франческо Джавацци является профессором экономики университета Боккони и регулярно работает приглашенным профессором в Массачусетском технологическом институте.

Будущее резервных валют

Бенджамин Коэн

Почти столетие доллар США занимал главенствующее положение, но, может быть, этому пришел конец?

ГЛОБАЛЬНЫЙ экономический кризис вновь поставил вопрос о будущем резервных валют. Почти столетие доллар США занимал главенствующее положение как важнейшая мировая валюта. Однако в последние десятилетия доверие к доллару подрывалось хроническими дефицитами США по счету текущих операций и растущим внешним долгом. Наблюдатели все чаще предсказывают конец доминирующему положению доллара. Для многих судьба доллара, по-видимому, была решена после краха рынка жилья США в середине 2007 года, который привел к самым большим потрясениям на финансовых рынках США после Великой депрессии.

Как оказалось, этот кризис отнюдь не был фатальным для доллара. Даже проблемы финансового сектора США, которые потребовали массированного вмешательства государства, оказались недостаточными для радикального изменения предпочтений. Парадоксально, что вместо этого кризис временно укрепил глобальный статус доллара, поскольку инвесторы устремились к доллару в поисках безопасности. Прошлой осенью глобальный спрос на казначейские векселя США был настолько активным, что доходность упала до нуля или ниже. Тем не менее, будущее доллара по-прежнему горячо обсуждается (Helleiner and Kirshner, 2009). В более долгосрочной перспективе, считают многие, снижение роли доллара, безусловно, возобновится, что покончит с господством этой валюты раз и навсегда.

Но это ставит важнейший вопрос: что заменит доллар? Некоторые говорят, что это будет евро, другие утверждают, что это, возможно, будет японская иена или китайский юань. А некоторые призывают к новой мировой резервной валюте, возможно, основанной на специальных правах заимствования, или СДР, МВФ, которые представляют собой резервный актив. Однако ни один из этих кандидатов не лишен недостатков. Более того, для доллара нет очевидной альтернативы, которая ждет в стороне своего часа, чтобы занять главенствующее положение. Если перефразировать знаменитое высказывание Уинстона Черчилля о демократии, то доллар может оказаться наихудшим решением, если не считать всех остальных.

Наиболее возможным исходом скорее будет менее однозначная ситуация, более по-

хожая на межвластие в период между двумя мировыми войнами, когда британский фунт стерлингов переживал упадок, а доллар был на подъеме, но ни одна из валют не занимала доминирующего положения. В предстоящие годы, на мой взгляд, возникнет схожая ситуация, когда будут соперничать несколько валют и ни одна не будет очевидно лидирующей, как это было в недавнем прошлом. Экономическое и политическое воздействие более фрагментированной валютной системы будет значительным.

На пересечении экономики и политики

В условиях отсутствия мировой валюты, подкрепленной эффективным глобальным правительством, участники внешней торговли и иностранных инвестиций должны полагаться на приемлемые национальные валюты, выполняющие международную роль. Поэтому существует разрыв между юрисдикциями, которые являются источниками мировых денег, и рыночными сферами, где они оперируют, что привносит политический аспект, который часто упускается из виду в чисто экономическом анализе.

Традиционная основа изучения международных валют выделяет три стандартных функции денег (средство обмена, расчетная единица и средство сбережения) на двух уровнях анализа: частный рынок и государственная политика. На рынках международная валюта играет важную роль в валютном трейдинге, торговых расчетах и финансовых инвестициях. Для правительств международная валюта служит валютным «якорем» и резервной валютой. На уровне рынков в определении предпочтений обычно доминируют экономические соображения. На государственном уровне дополнительный ингредиент политики является неизбежным.

Политический аспект привносится потому, что международная валюта обеспечивает уникальные преимущества для страны, которая ее выпускает, как политические, так и экономические. Экономисты, естественно, чаще всего делают акцент на экономических выгодах, таких как международный эмиссионный доход, — получение реальных ресурсов в результате того, что валюта страны приобретает и держится за рубежом. Экономические выгоды также включают большую гибкость макроэкономической политики, которая обеспечивается



возможностью финансировать дефициты в своей собственной валюте — Шарль де Голль имел это в виду в еще в 1960-х годах, когда он жаловался на «чрезмерную привилегию» Америки. Но присутствуют и политические выгоды. Правительство страны с международной валютой имеет больше возможностей предпринимать дипломатические или военные инициативы за рубежом, служащие проявлением того, что политологи именуют «твердой» властью. Страна-эмитент приобретает геополитическое влияние. Нельзя не учитывать и возросший престиж, и более высокий статус, которые связаны с мировыми деньгами, которые, согласно политологам, представляют собой «мягкую» власть. Как однажды отметил Нобелевский лауреат Роберт Манделл (1993), «Великие державы имеют великие валюты».

У эмитента могут, безусловно, возникать и трудности, особенно после того, как у иностранцев накопится значительный «избыток» его валюты. Возможно, для сохранения стоимости денег на валютных рынках придется повысить процентные ставки. В конечном итоге, необходимость предотвращения бегства к другим активам может серьезно ограничить независимость политических решений. Как показывают длительные трудности Британии после Второй мировой войны, защита великой валюты, когда она переживает упадок, может действительно обходиться очень дорого. Как внутри страны, так и за рубежом могут потребоваться существенные жертвы и уступки.

Все эти вопросы имеют значение, когда правительства выбирают, какие деньги использовать в качестве резервной валюты. Предпочтения участников рынка, основанные в основном на экономических расчетах, также играют важную роль; ни одно правительство не выберет валюту, которая еще не применяется широким образом в частном секторе. Руководители центральных банков, несомненно, вниматель-

но учитывают вопросы ликвидности, удобства обмена и сопоставимых норм прибыли. Но когда выбор делается из небольшого пула разных валют, предпочитаемых на рыночном уровне, политические факторы, безусловно, также вмешиваются в процесс. Важнейшие соображения включают как качество управления в стране происхождения валюты, так и характер отношений между государствами. Способен ли эмитент валюты обеспечить политическую стабильность дома? Может ли он оказывать воздействие за рубежом? Пользуется ли он прочными межправительственными связями, возможно, традиционными узлами патрона и клиента или официальным военным союзом? Будущее резервных валют является вопросом *политической экономики*, а не только экономических соображений.

Второе место

Рассмотрим, например, евро, который считается наиболее естественным соперником доллара. Евро появился десятилетие назад и обладает многими чертами, необходимыми для международного признания, в том числе крупной экономической базой, политической стабильностью, завидно низкими темпами инфляции, которые поддерживаются общим органом денежно-кредитного регулирования, Европейским центральным банком, который полностью привержен сохранению доверия к будущей стоимости денег. Европа равна США по объему производства и торговли. Почему же, спрашивают многие, она не должна быть равной США и в валютных вопросах?

Но в этом вопросе упускается из виду то обстоятельство, что, несмотря на все свои достоинства, евро также отягощен несколькими важнейшими недостатками. К их числу относится сильная смещенность положений зоны евро о денежно-кредитной и налогово-бюджетной политике, которая препятствует росту и усугубляет другие факторы, во многих

случаях ослабляющие потенциал производства Европы (например, стареющее население, негибкие рынки труда и строгие нормы государственного регулирования). Вряд ли можно ожидать, что медленно растущая экономика Европы сделает евро привлекательным для трейдинга или инвестиций. А известные неопределенности структуры управления зоны евро заставят внешних наблюдателей призадуматься. Всем известно, что евро является искусственным образованием, сложным продуктом международного договора, эффективность которого определяется эффективностью лежащего в его основе многостороннего соглашения.

Поэтому неудивительно, что международная реакция на евро была относительно сдержанной. В рыночной сфере, если внести поправку на устранение операций внутри зоны евро, евро практически удалось лишь сохранить свои позиции по сравнению с прошлыми долями нескольких валют, которые сменил евро. С учетом того, что марка ФРГ уже занимала второе место на мировой арене, меньший успех евро означал бы реальное потрясение. После быстрого старта использование евро на рынке за последнее пятилетие в целом стабилизировалось. Более того, рост использования был неравным в различных секторах — наибольшим в выпуске долговых ценных бумаг, но практически незаметным в таких сферах, как валютный трейдинг. Кроме того, активность сосредоточена в странах с тесными географическими и/или институциональными связями с зоной евро, которые могут считаться естественной периферией для евро в Европе, Средиземноморье и частях Африки.

Вместе с тем многие продолжают предсказывать блестящее будущее евро на государственном уровне, в качестве резервной валюты. Хотя на европейские деньги сейчас приходится не более четверти глобальных резервов по сравнению с почти двумя третями для доллара, евро, тем не менее, согласно одному хорошо известному эконометрическому прогнозу (Chinn and Frankel, 2008), может обойти доллар в течение всего 10 лет. Но реалистично ли это? Статистическое исследование, выделяющее не более трех каузальных переменных, которые все являются экономическими, вряд ли можно считать исчерпывающим. Где дипломатические и военные соображения, которые должны играть ведущую роль в формировании решений правительств? Игнорирование политического аспекта в данной ситуации подобно попытке поставить «Гамлета» без принца.

Япония, например, длительное время полагается на официальные гарантии безопасности от США для защиты от внешних угроз; то же самое, хотя и менее официально, можно сказать о большинстве ведущих экспортеров нефти Персидского залива. Можно ли действительно представить себе, что какие-либо из этих стран, которые все являются очень крупными держателями долларов, между делом рискнут своими сложившимися связями с Вашингтоном ради нескольких пунктов прибыли по своим резервам? Зона евро, как известно, состоит из разношерстных суверенных государств с интересами, которые на практике совпадают лишь частично. Невозможно представить себе, что Европа может эффективно заменить политическое или военное влияние США на Ближнем Востоке или других регионах. Сценарии, основанные на ограниченных эконометрических моделях, несомненно, могут применяться, но они почти неизбежно являются неполными и вводят в заблуждение, а то и вообще не правильны.

Рядовые соперники и другие возможности

Имеются ли другие возможности? Одно время японская иена считалась очевидной преемницей доллара, но сейчас она скорее выглядит как захудалый соперник. В 1970-х и 1980-х годах казалось, что быстро растущей экономике Японии было предназначено стать сверхдержавой — международное ис-

пользование иены быстро расширилось, особенно на мировых рынках облигаций. Но в конце 1980-х годов крах «пузыря» в экономике Японии резко остановил восходящую траекторию ее валюты. Сегодня после многих лет внутреннего застоя иена, по-видимому, сталкивается с постепенной утратой статуса на рынке подобно длительному снижению роли фунта стерлингов в прежнюю эпоху.

В период, когда роль иены снижается, может ли возрасти роль китайского юаня? Валюта одной из крупнейших в экономическом отношении стран, женьминьби («народные деньги»), безусловно, имеет много достоинств. Однако международное использование остается минимальным, несмотря на недавние усилия Пекина, направленные на повышение привлекательности валюты. Признанию мешают препятствия, которые намного серьезнее, чем что-либо, мешающее евро или иене, в том числе полный набор ограничений на операции с капиталом и крайне неразвитая финансовая система. Со временем эти недостатки могут быть преодолены, но это произойдет отнюдь нескоро.

«Темная лошадка»

Совсем недавно участники дискуссии обратились к возможности новой мировой резервной валюты, скорее всего основанной на уже существующих СДР. Стимулируемая, в частности, замечаниями официальных лиц Китая и России, эта идея была одобрена комиссией ООН, возглавляемой бывшим главным экономистом Всемирного банка Джозефом Стиглицем. Некоторые считают началом процесса выпуск новых облигаций МВФ, которые Китай и Россия намерены приобрести для диверсификации части своих резервов и сокращения доли доллара. Но и в этом случае препятствия слишком велики. Даже при новом планируемом распределении СДР, которое только что было утверждено Советом управляющих МВФ, общее количество существующих СДР составит менее 5 процентов мировых резервов. Можно ли создать достаточное количество, чтобы оказать существенное влияние? Может ли предложение обеспечиваться более гибким образом? И, важнее всего, кто будет обладать полномочиями управлять этим предложением? Без эффективного правительства для ее поддержки, мировая резервная валюта любого рода, основанная на СДР или изобретенная заново, с трудом завоеует даже минимальный уровень доверия. Неопределенности структуры управления зоны евро покажутся по сравнению с этим тривиальными.

Более того, ситуация как нельзя более наглядно иллюстрирует политические аспекты, присущие выбору резервных валют. Крупные держатели долларов, такие как Китай и Россия, по вполне понятным причинам разочарованы недостатком удовлетворительных альтернатив доллару и опасаются, что может случиться со стоимостью их запасов, если произойдет массовый сброс валюты США. Но обе страны также имеют честолюбивые устремления и не скрывают своего недовольства тем, что они именуют глобальной «гегемонией» Вашингтона. Каждая страна хорошо осведомлена о той роли, которую доллар играет в обосновании геополитических привилегий США. Поэтому в их призывах к заменителю доллара трудно не заметить скрытой кампании подрезать крылья американскому орлу. Эта идея имеет символическую ценность как угроза твердой и мягкой власти США. Вопрос о том, обладает ли она какой-либо практической применимостью, имеет явно второстепенное значение.

Фрагментированная система

Если быть кратким, то, хотя перспективы доллара не такие блестящие, как они были раньше, перспективы его основных соперников выглядят не лучше. Можно ожидать некоторого движения от доллара, поскольку центр тяжести в ми-

ровой экономике смещается в сторону Китая, Индии и других стран с формирующимся рынком, на долю которых сейчас приходится все большая доля мировых резервов. Не так много стран из этой группы так близки к США, как их традиционные союзники в Европе и Японии. Но возможности любого отхода от доллара, бесспорно, ограничены отсутствием очевидно привлекательной альтернативы.

Таким образом, на горизонте видна более фрагментированная валютная система, с большей конкуренцией и отсутствием явного доминирования одной валюты. Экономическое и политическое воздействие такой системы может быть значительным, несмотря на амортизирующее воздействие плавающих обменных курсов. Движения курсов валют не всегда могут компенсировать несогласованность мер политики и сами могут стать источником стресса, если они являются объектом манипуляции правительств или усиливаются спекулятивным поведением участников рынка. Без определенного лидерства для обеспечения минимальной степени согласованности национальных мер политики глобальные валютно-финансовые отношения будут постоянно сопровождаться риском нестабильности или еще более опасной ситуации.

Безусловно, более фрагментированная система необязательно будет отрицательным явлением. Более того, она может даже привести к улучшению ситуации. Например, наибольшей угрозой валютно-финансовой стабильности в долгосрочном плане являются массированные дефициты счета текущих операций США. Будучи поставщиком самой популярной валюты мира, США находятся в положении монополиста, который привык злоупотреблять своей «чрезвычайной привилегией». Но как только главенство доллара будет подорвано новыми соперниками, утверждают наблюдатели, США в конечном итоге будут вынуждены умерить свой аппетит

на внешние сбережения и сократят риск будущих кризисов. Однако многое будет зависеть от характера отношений, которые сложатся между лидерами системы. Последний раз, когда мир был вынужден жить с фрагментированной валютной системой в период между мировыми войнами, итог был по меньшей мере печальным. Недостаток сотрудничества между Британией, имевшей ослабший фунт стерлингов, и США, занимавшими по причине неуверенности изоляционистские позиции, был одной из важнейших причин финансовых бедствий, которые последовали после краха фондового рынка 1929 года. Можем ли мы надеяться на более успешный исход на этот раз?

Оптимисты подчеркивают, насколько изменились условия со времени периода между мировыми войнами. В отличие от периода после Первой мировой войны, для институционального закрепления практики сотрудничества были созданы различные многосторонние организации и форумы, от МВФ до Группы 20-ти. Прошлый опыт дал предметные уроки об издержках неограниченной конкуренции между государствами. Правительства гораздо лучше осведомлены о своих широко понимаемых интересах. Пессимисты, напротив, подчеркивают устоявшиеся императивы национального суверенитета, которые постоянно заставляют правительства ставить узкие интересы выше того, что можно считать общим благом, особенно во время кризиса. Несмотря на уроки прошлого, валютно-финансовое сотрудничество часто бывает в лучшем случае эпизодическим, а в худшем — не стоит бумаги, на которой написаны совместные коммюнике. Время покажет, кто прав, оптимисты или пессимисты. ■

Бенджамин Коэн — профессор международной политической экономики на гранте Луи Ланкастера в Калифорнийском университете, Санта-Барбара.

■ 2009 ■ ЕЖЕГОДНЫЕ СОВЕЩАНИЯ ■



ГРУППА ВСЕМИРНОГО БАНКА ■ МЕЖДУНАРОДНЫЙ ВАЛЮТНЫЙ ФОНД

КОГДА: 3–5 октября 2009 года
ГДЕ: Стамбул, Турция

Для получения дополнительной информации просьба обращаться по адресу:
Annual Meetings Program of Seminars
IMF-World Bank Group
Washington, D/C/ 20431 U.S.A.

Телефон: [1] (202) 473-3394
Факс: [1] (202) 623-4004
Эл. почта: seminars@worldbank.org
Веб-сайт: www.worldbank.org/pos

Приезжайте в Стамбул, Турция для участия в Программе семинаров 2009 года

Заставляет задуматься —>

Определяет программу —> Побуждает к действиям

Программа семинаров — ведущий глобальный форум, на котором Вы можете присоединиться к влиятельным руководителям из частного сектора различных стран мира, разработчикам экономической политики высокого уровня из 185 стран и другим лидерам в областях международного развития и финансов для ведения обоснованного и конструктивного диалога в целях укрепления сети сотрудничества в глобальной экономике.

Основные темы 2009 года

- ◆ Глобальный кризис и ответные меры экономической политики
 - ◆ Финансовый кризис и малоимущие
 - ◆ Кризис, возобновление подъема и структурная реформа
 - ◆ Страны Европы и Центральной Азии с формирующимся рынком
- ◆ Будущее международной финансовой системы
 - ◆ Переход к экологически устойчивым мерам политики в ответ на кризис
 - ◆ Роль частного и государственного сектора после кризиса

Самая низкая за триста лет

Ставка интервенции Банка Англии является самой низкой с 1694 года

НИКОГДА еще — за более чем триста лет преодоления последствий инвестиционных «мыльных пузырей», глобальных депрессий и мировых войн — почтенный Банк Англии не ссужал деньги по столь низкой цене. Текущей глобальной депрессии удалось сделать то, чего не смог добиться ни один экономический цикл с начала Промышленной революции: она заставила центральный банк Соединенного Королевства снизить его базовую ставку практически до нуля. Более того, Старая леди с Треднидл-стрит (как любовно называют Банк Англии) решила не ограничиваться сокращением процентных ставок, приняв нетрадиционные меры политики в попытке оживить рост британской экономики.

Когда последствия глобального финансового кризиса, начавшегося в США, стали сказываться на экономике Соединенного Королевства в 2008 году, первой реакцией Банка Англии была испытанная и заслужившая доверие стратегия сокращения официальных процентных ставок, призванная сделать кредиты более дешевыми и, таким образом, позволить компаниям и физическим лицам продолжать занимать и тратить деньги. Центральный банк снизил свою официальную учетную ставку, то есть ставку, по которой он предоставляет средства в кре-

дит банкам, с 5,5 процента в начале 2008 года до 2 процентов в конце года.

Как показывает график, пять сокращений в одном только 2008 году снизили учетную ставку Банка Англии до уровней, повторяющих рекордно низкие показатели, в последний раз наблюдавшиеся во время банковских кризисов 1880-х и 1890-х годов, а также после Великой депрессии и Второй мировой войны в 1930-е и 1940-е годы. Но на этот раз даже ставка в 2 процента была сочтена недостаточно низкой, чтобы оживить рост экономики и не допустить превышения официального целевого показателя инфляции.

Перспективные индикаторы экономической активности продолжали падать на фоне снижающихся котировок акций и плохих известий, поступавших от банковской системы страны. Поэтому к началу марта 2009 года Банк Англии понизил учетную ставку до 0,5 процента. И он прибегнул к запасному плану: если никто не захочет покупать активы при существующей ослабленной конъюнктуре, это будет делать сам Банк. В марте 2009 года Банк Англии начал покупать финансовые активы, в основном государственные облигации — мера, которая продолжает подвергать испытанию границы традиционной деятельности центрального банка.

Ничем не хуже золота

В числе главных функций центрального банка, возложенных на Банк Англии в XIX веке, была функция монопольного выпуска банкнот, которая берет начало в Законе о Банковской хартии 1844 года. Этот закон также заложил основу для просуществовавшего почти сто лет золотого стандарта, предписав, что банкноты Банка Англии должны быть обеспечены золотом.

Банк Англии принял на себя дополнительные обязанности центрального банка в период с середины по конец 1800-х годов, став кредитором последней инстанции во время череды внутренних банковских кризисов. По мере того как расширение национальной и международной торговли приводило к образованию крупных клиринговых банков, Банк Англии поддерживал розничную банковскую систему как поставщик (и контролер) ликвидности.



Золотой слиток из Калифорнии, доставленный в Банк Англии в 1849 году.



Создание Банка Англии королевским указом в 1694 году.

Англия идет по пути Голландии

Великая английская революция 1688 года возвестила о создании банка Англии. После свержения короля Джеймса II и утверждения на троне его зятя Вильгельма Оранского одной из идей, привезенных Вильгельмом из его родной страны — Голландии, была идея о национальном банке. После нескольких неудачных попыток английский парламент одобрил предложение базирующегося в Лондоне шотландского предпринимателя Уильяма Патерсона о Банке Англии, который был учрежден королевским указом в 1694 году.

Поначалу Банк Англии был исключительно банкиром и управляющим долгом правительства, так как потребности государства в финансировании возрастали в связи с проведением военных кампаний, достигших наивысшей точки в период войн с Наполеоном в конце 1700-х годов. Концепции национального долга, образующегося в результате государственного заимствования, и создания кредита как определения денег, выходящих за пределы наличности, также приобрели окончательную форму в ходе операций, проводившихся Банком Англии в XVIII веке.

Источники: Банк Англии; и www.bankofengland.co.uk.

(Учетная ставка Банка Англии на конец года, в процентах)





Британские войска вступают в Камбрэ, Франция, во время Первой мировой войны.

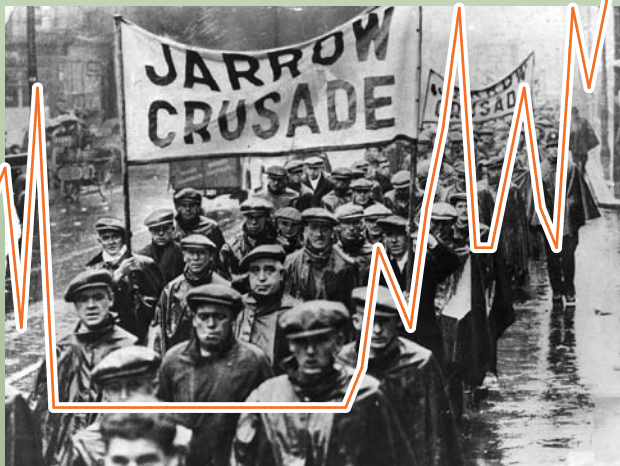
Раскройте военную казну

Громадные расходы на ведение войн всегда испытывали на прочность порядок привязки денег к золоту и, несмотря на резкое повышение учетной ставки до 10 процентов, Первая мировая война доказала необходимость отмены британского золотого стандарта. После того как привязка к золоту была окончательно аннулирована в 1931 году, парламент мог издать приказ о расширении денежной массы для борьбы с развевывающимся экономическим кризисом.

Официальная учетная ставка была снижена до ее предшествующего исторически низкого уровня в 2 процента после Великой депрессии, и ставки оставались на уровне 2 процентов во время Второй мировой войны. Сочетание низких процентных ставок и военных расходов помогло экономике Соединенного Королевства восстановиться после общемировой депрессии XX века.

От отмены золотого стандарта недалеко было до полной национализации Банка Англии, что и было сделано после Второй мировой войны в 1946 году. Правительство теперь могло назначать управляющего центральным банком и использовало Банк Англии для осуществления мер контроля в отношении валютных и кредитных операций в суровых послевоенных экономических условиях Соединенного Королевства.

Учетная ставка Банка Англии



Демонстрация в знак протеста против высокой безработицы в Соединенном Королевстве в 1936 году.

Эпоха изменчивости

Растущая изменчивость учетной ставки, показанная в правой части графика, началась в 1960-е годы, когда увеличившиеся дефициты платежного баланса создали давление на фиксированный курс фунта стерлингов и привели к дестабилизирующей девальвации в 1967 году. После введения плавающего курса фунта стерлингов в 1973 году сочетание шоков цен на нефть и либеральной макроэкономической политики привело к резкому повышению инфляции в Соединенном Королевстве и последующему резкому повышению базовой ставки до рекордных 17 процентов в 1979 году.

Банку Англии удалось снизить инфляцию до более безопасных уровней в 1980-х годах. Его возможности по ограничению инфляционного давления в дальнейшем еще больше укрепились, после того как Банку Англии была предоставлена полная операционная независимость в проведении денежно-кредитной политики в 1997 году. Освобожденный от политического влияния и вооруженный четким мандатом по обеспечению стабильности цен, в последнее десятилетие Банк Англии был в состоянии удерживать инфляцию на целевом уровне. Завоеванное им доверие также позволило Банку Англии решительно перейти к ослаблению денежно-кредитной политики в последние месяцы по мере развевывания финансового кризиса.



Устаревшие банкноты достоинством в один фунт, с тех пор замененные монетами.



В последнее десятилетие Банк Англии удерживал инфляцию на целевом уровне.

Подготовили Андре Мейер и Саймон Уилсон, Международный Валютный Фонд.

1927 1932 1937 1942 1947 1952 1957 1962 1967 1972 1977 1982 1987 1992 1997 2002 2007 2009

Коренной пересмотр системы

Рэндалл Додд



США предлагают самую радикальную реформу финансового регулирования со времен Нового курса

МИРОВОЙ финансовый кризис оказал разрушительное воздействие на ведущие финансовые рынки, что привело к подрыву платежеспособности компаний, нарушению торговой ликвидности и вынужденному пересмотру аспектов пруденциального регулирования. Кризис сделал эти рынки кандидатами на проведение радикальных реформ в сфере регулирования. Прежде основное внимание в сфере регулирования уделялось платежеспособности отдельных банков; кризис продемонстрировал необходимость работы с финансовой системой в целом, а такой системный подход требует надлежащего регулирования рынков и операций, которые отражают взаимосвязи между банками и другими финансовыми компаниями.

Изменение в подходе находит отражение в предлагаемых стандартах регулирования Совета по финансовой стабильности, Международной организации комиссий по ценным бумагам и таких частных организаций, как Группа тридцати и Институт международных финансов. Недавние предложения Министерства финансов США в равной степени отражают фундаментальные изменения в подходе к регулированию финансового рынка. Предложения предстоит сформулировать в форме законов и утвердить в Конгрессе США. Однако если законодатели внесут лишь небольшое число серьезных изменений, то результатом предложений Министерства финансов станет первый коренной пересмотр финансовой системы США со времени политики Нового курса в период работы администрации президента Франклина Д. Рузвельта, когда мир также переживал грандиозный финансовый кризис.

Реформы Нового курса

За семилетний период, начиная с 1933 года, США изменили порядок регулирования ры-

ночных структур для управления банковской системой, ценными бумагами, производными финансовыми инструментами, ипотекой и активами (см. вставку). Новые законы привели к трансформации финансовой системы США, страдавшей от мошенничества и частых кризисов: спустя некоторое время она стала определять мировой стандарт стабильности, эффективности и способности мобилизовать капитал.

Ключевые разделы законодательства охватывали множество проблем и различные финансовые секторы, но наиболее точное представление о них можно получить, объединив их в категории, которые отражают их основное воздействие на рынки: системная стабильность, реорганизация регулирования, прозрачность, повышение целостности рынков и уменьшение конфликтов интересов.

Системная стабильность. Закон Гласса-Стигалла отделил традиционную коммерческую банковскую деятельность — по сути, кредитование и прием депозитов — от операций, проводимых брокерами и дилерами ценных бумаг, таких как андеррайтинг, деятельность в качестве дилера («маркет-мейкеры») и инвестирование в корпоративные акции и облигации. В результате снизилась подверженность банков циклическим колебаниям, которые влияют на ценные бумаги, что с большей вероятностью давало банкам возможность предоставлять кредиты в периоды спада и восстановления цикла. Другие разделы законодательства требовали, чтобы определенные товарные фьючерсы обращались на регулируемых фондовых биржах, и вводили лимиты на спекулятивные позиции для торговых операций на этих рынках. Следствием более высокой нормы маржи (то есть залогового обеспечения) на фьючерсных биржах стало более пруденциальное сглаживание рисков контрагента и рыночных рисков для снижения убытков. Законы о ценных бумагах также были призваны снизить чрезмерную волатильность и обеспечить большую рыночную стабильность.

Реорганизация. Комиссия по ценным бумагам и биржам (КЦББ) была образована в целях регулирования и надзора за рынками ценных бумаг и отраслью управления активами; Федеральная корпорация по страхованию депозитов (ФКСД) была создана для страхования банковских депозитов. Существенные изменения были внесены в управление Федеральной резервной системой, включая образование Совета управляющих и Федерального комитета по операциям на открытом рынке.

Прозрачность. Корпорации, выпускающие ценные бумаги на открытых рынках, были обя-

заны раскрывать финансовое положение своих предприятий; это правило также относилось к операциям на вторичном рынке и к инвестиционным компаниям.

Целостность рынков. Мошенничество и манипуляции в банковской сфере, на рынках ценных бумаг и производных финансовых инструментов были запрещены, что усилило позиции инвесторов и органов регулирования.

Конфликты интересов. Эти законы касались множества конфликтов интересов в корпоративном управлении и других сферах инвестирования, таких как управление активами и в особенности управление взаимными фондами. Закон Гласса-Стигалла также не позволял банкам, которые располагали закрытой информацией о корпоративных заемщиках, вести от собственного имени операции на рынках корпоративных ценных бумаг.

Крах системы

Ослабление финансовой стабильности, которую обеспечил Новый курс, началось в 1980-х годах, поскольку меры дерегулирования и инновации создавали пробелы, позволявшие многим финансовым компаниям и видам деятельности полностью или частично выйти из сферы охвата системы нормативного регулирования. В 1980-х годах стал набирать обороты процесс секьюритизации, и многие банки перенесли основное внимание в своей деятельности с традиционного кредитования на эмиссию и операции с ценными бумагами и производными финансовыми инструментами.

Основные законодательные акты финансового регулирования, введенные Новым курсом

1933 год — **Закон Гласса-Стигалла** разделил коммерческую и инвестиционную банковскую деятельность. Была создана программа страхования депозитов и разрешено более широкое образование отделений национальных банков.

1933 год — **Закон о ценных бумагах** установил требования к раскрытию информации для эмиссии ценных бумаг (акций или облигаций) на открытых рынках ценных бумаг, а также запреты в отношении мошенничества и манипуляций с ценными бумагами.

1934 год — **Закон об фондовых биржах** предусматривал создание Комиссии по ценным бумагам и биржам и уполномочивал ее устанавливать правила и обеспечивать их исполнение. Закон распространял федеральное регулирование на операции с ценными бумагами на вторичном рынке. Также он устанавливал систему саморегулирования.

1935 год — **(Сводный) закон о банковской деятельности** реформировал управление Федеральной резервной системой и расширил ее полномочия. Он предусматривал образование современного варианта Совета управляющих и Комитета по операциям на открытом рынке Федеральной резервной системы (КООР) и расширил их полномочия. Закон установил залоговые ставки (то есть «запас прочности») и условия предоставления экстренных кредитов резервными банками.

1936 год — **Закон о товарных биржах** ужесточил федеральные запреты в отношении мошенничества и распространил их на манипуляции. Он также требовал регистрации брокеров по фьючерсным сделкам и обязывал их вести учет. Закон установил лимиты по спекулятивным позициям и ввел запрет на торговлю опционами на определенную сельскохозяйственную продукцию.

1940 год — **Закон об инвестиционных компаниях** регулировал деятельность компаний, которые в основном инвестировали в другие компании, — например, взаимных фондов. Он требовал регистрации и раскрытия информации, в том числе по операциям между управляющими и любым аффилированным лицом, и устанавливал правила корпоративного управления для исполнительного руководства, совета директоров и доверенных лиц.

1940 год — **Закон о консультантах по инвестициям** требовал от консультантов регистрации, представления отчетности и ведения учета взаимоотношений с клиентами. Он также устанавливал запрет на определенные операции и вознаграждение за предоставление консультаций на основе конфликта интересов.

Отмечались неумеренность и злоупотребления в области секьюритизированных продуктов. Стремительный рост рынков внебиржевых производных финансовых инструментов породил огромные трейдинговые доходы, одновременно выведя риски за баланс. Результатом стало сокращение требований в отношении минимального размера капитала и других пруденциальных ограничений на принятие рисков. Расширяющееся использование предприятий специального назначения привело к искажению интерпретации профиля риска банков, что позволило учреждениям не отражать некоторые из своих долгов и подверженность рискам в консолидированной финансовой отчетности.

Ответные действия Министерства финансов США

Недавно Министерство финансов США издало предложение о реформе, направленное на решение большого числа проблем, связанных с подходом к регулированию финансовых компаний и рынков и ставших очевидными в ходе финансового кризиса. Данное предложение включает призыв к международному сотрудничеству в целях повышения мировых стандартов финансового регулирования и надзора. Предложение отражает глубокие изменения в подходе к регулированию, которые стали следствием финансового кризиса, — отход от дерегулирования, начавшего распространяться четверть века назад, и возврат к реформам Нового курса. Новые предложения можно рассматривать в рамках аналогичных тематических линий.

Системные меры и пруденциальное регулирование. Предлагаемые меры включают повышение нормативов в отношении достаточности капитала и требований к ликвидности для всех регулируемых финансовых компаний. Сюда входят меры, касающиеся забалансовых статей, например, производных финансовых инструментов и кредитных линий, а также неконсолидированных статей, таких как предприятия специального назначения. Новые требования в отношении создания резервов на случай убытков по кредитам и методологий бухгалтерского учета направлены на избежание процикличности — когда финансовое поведение усугубляет тенденции, уже установившиеся в экономике. Кроме того, предложения призваны уменьшить стимулы для чрезмерного принятия рисков за счет привязки вознаграждения руководящего звена к долгосрочным показателям деятельности.

Полномочия холдинговых компаний Федеральной резервной системы будут расширены с целью охвата финансовых компаний системного значения (называемых финансовыми холдинговыми компаниями 1-го уровня) на основании их размеров или взаимосвязанности. Надзор банковской холдинговой компании Федеральной резервной системы будет распространен на владельцев всех депозитных компаний, включенных в федеральную систему страхования, включая и независимые сберегательные учреждения и банки промышленных кредитов, на которые в настоящее время не распространяются правила банковской холдинговой компании.

Министерство финансов стремится к комплексному регулированию рынка внебиржевых производных финансовых инструментов, сопоставимому с подходом к регулированию, который применяется на других финансовых рынках. Оно старается переместить стандартные внебиржевые производные финансовые инструменты на регулируемые биржи. Для этого потребуется, чтобы расчеты по всем операциям с внебиржевыми производными финансовыми инструментами проводились через клиринговую палату (иногда ее называют центральным контрагентом), которая становится контрагентом для обеих сторон каждой операции, — вместо действующих в настоящее время двусторонних клиринговых соглашений. Также будут необходимы более высокие стандарты для залогового обеспечения, в том числе использование первоначальной маржи, для всех операций с внебиржевыми производными финансовыми инструментами с целью снижения системного риска из-за накопления крупных открытых позиций контрагента. Содержащиеся в предложении требования относительно представления отчетности по

операциям также расширят возможности органов регулирования, позволив им осуществлять надзор за рынками и выявлять и предупреждать случаи мошенничества и манипуляций.

Реорганизация. Предусматривается создание нового Совета по надзору за финансовыми услугами, призванного formalизовать обмен информацией и координацию политики ключевых органов регулирования и разрешения споров в отношении юрисдикции. В состав совета будут входить главы основных федеральных органов финансового регулирования, под председательством министра финансов, а персонал будет назначаться Министерством финансов.

Новое Управление по надзору за национальными банками (УННБ) примет на себя обязанности Управления по надзору за сберегательными учреждениями (сберегательные учреждения будут перерегистрированы в качестве национальных банков) и Управления контролера денежного обращения, которое ранее регулировало деятельность национальных банков.

Кроме того, план предусматривает создание независимого Управления по защите финансовых услуг — оно будет защищать розничных клиентов и инвесторов (в том числе заемщиков по ипотеке) на рынке финансовых услуг. Это повлечет за собой отмену полномочий по защите потребителей для Федеральной резервной системы, но не для КЦББ и КСБТ (Комиссии по срочной биржевой торговле). Новое Национальное управление страхования в рамках Министерства финансов будет координировать деятельность национальной страховой отрасли, а также осуществлять ее регулирование и надзор за ней на уровне штатов.

Федеральная резервная система будет осуществлять регулирование финансовых холдинговых компаний системного значения (1-й уровень) и их дочерних предприятий и аффилированных лиц внутри страны и за рубежом. На нее будут возложены расширенные полномочия по надзору и регулированию всех аффилированных лиц банковских холдинговых компаний, а также по консолидированному пруденциальному регулированию финансовых холдинговых компаний. Она также будет вести надзор за всеми системно значимыми платежными, клиринговыми и расчетными системами. Клиринговые палаты, надзор за которыми в настоящее время осуществляют соответствующие органы регулирования, получат доступ к сети Fedwire (обеспечивающей электронные переводы платежей между финансовыми учреждениями), механизму переучета и другим услугам Федеральной резервной системы.

Прозрачность цен. Эффективность преимуществ системной прозрачности цен в течение продолжительного времени снижалась из-за огромных рынков внебиржевых производных финансовых инструментов, где информация о ценах не является общедоступной. Усиление прозрачности достигается за счет выполнения требования о том, чтобы все операции с внебиржевыми производными финансовыми инструментами отражались в реестре (если только они уже не были отражены в процессе клиринговых расчетов).

Новые требования в отношении предоставления информации о ценах и объемах операций с внебиржевыми производными финансовыми инструментами коренным образом изменят способность органов регулирования осуществлять надзор за рынками: они позволят вести наблюдение за прежде скрывавшимися открытыми позициями и торговыми операциями, а также усовершенствуют процесс выявления цен. Более эффективное выявление цен делает процесс торговли более конкурентоспособным, поскольку конечные пользователи (не являющиеся дилерами) получат больше информации о рынке в целом.

Раскрытие информации. Законы о ценных бумагах 1933 и 1934 годов устанавливали требования к раскрытию основной финансовой информации в качестве условия для эмиссии корпоративных инструментов участия в капитале и долговых ценных бумаг и торговли ими. Следствием Национального закона о жилье 1934 года стало создание стандартного жилищно-ипотечного контракта, стандартизированной кредитной документации и вторичного жилищно-ипотечного рынка. Аналогичным образом план

Министерства финансов требует от КЦББ разработать стандартную документацию для секьюритизации и ввести расширенные требования к раскрытию информации для эмиссии и операций с секьюритизованными долговыми инструментами. Отсутствие прозрачности и недостаток надлежащей проверки были важными факторами краха рынка структурированных ценных бумаг, обеспеченных ипотекой. Предлагаемые меры, как представляется, призваны сделать информацию о структуре секьюритизации и базовых активах более доступной, что будет способствовать более широкой надлежащей проверке со стороны инвесторов.

Целостность рынков. План требует от субъектов, осуществляющих управление большинством хеджевых фондов, частными инструментами участия в капитале, венчурным капиталом и другими подобными частными фондами капитала, регистрироваться в КЦББ, представлять отчетность и вести учет своей деятельности. Достаточно высокий уровень отчетности позволит органам регулирования определять, стали ли инвестиционные пулы настолько крупными, зависимыми от заемных средств или взаимосвязанными, чтобы угрожать системной стабильности.

Регистрация поможет снизить уровень хищений и других видов мошенничества за счет проверки управляющих. Требования представлять данные о позиции снимут проблемы, связанные с рыночными манипуляциями, нестабильностью из-за коротких продаж и искажающим влиянием инвестиций в хеджевые фонды на цены на биржевые товары. Кроме того, эти меры должны помочь сделать рынки более надежными, укрепить доверие инвесторов и повысить потенциал органов надзора.

План Министерства финансов также предусматривает восстановление запретов на мошенничество и манипуляции на рынках внебиржевых производных финансовых инструментов, которые были отменены в законе о дерегулировании в 2000 году.

Конфликты интересов. Министерство финансов предлагает устранить целый ряд конфликтных взаимоотношений между инвесторами. Эмитенты ценных бумаг, обеспеченных активами, будут обязаны сохранять часть кредитного риска, чтобы гарантировать рыночную дисциплину при андеррайтинге и переносе рисков. В программах вознаграждения руководящего звена акцент должен быть перенесен с краткосрочной прибыли на долгосрочные показатели деятельности. Агентства кредитного рейтинга обязаны будут раскрывать информацию о своих деловых отношениях с эмитентами, в том числе о сборах. Инвестиционные консультанты, управляющие хеджевыми фондами и другими частными фондами капитала, будут ограничены в ведении некоторых иных видов деятельности.

Новый «Новый курс»

Предложения по проведению реформы представляют собой фундаментальный отход от преобладавшей до кризиса концепции невмешательства в деятельность самоуправляющихся финансовых компаний в сторону использования пруденциальных мер, направленных на улучшение поведения финансовых рынков и управления внешними факторами, которые возникают вследствие масштабного принятия рисков. Они очевидным образом следуют тем же экономическим принципам, что и реформы Нового курса, который изменил форму финансовых рынков после рыночного краха 1929 года и последовавших банковских крахов. Реформы 1930-х годов привели к заметным успехам. Несмотря на амбициозный характер сопоставления с современными последствиями, предложение Министерства финансов обладает двумя преимуществами, которыми не могли воспользоваться реформаторы Нового курса: это собственно опыт Нового курса, а также понимание того, что в будущем система нормативного регулирования неизбежно подвергнется инновационным изменениям. ■

Додд является старшим экспертом по финансовому сектору Департамента денежно-кредитных систем и рынков капитала МВФ.

Предвидение следующего кризиса

Каких результатов можно
ожидать от систем раннего
предупреждения?

Атиш Р. Гош, Джонатан Д. Остри и Наталия Тамириса

«К сожалению, нередко государственные должностные лица имеют два стимула: чрезмерно сосредоточиваться на пессимистических сценариях и совсем не уделять им внимания. Иногда их шансы на выборах или их общая популярность зависят от выбора одного из этих двух вариантов».

Касс Р. Сунстайн, «Пессимистические сценарии»

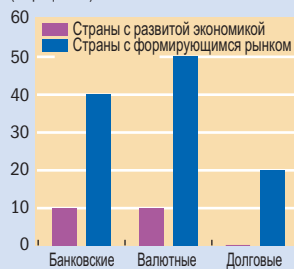
торов экономической уязвимости и конкретного триггера кризиса. Базовыми факторами уязвимости нередко являются чрезмерные уровни кредита или цен активов, несоответствия в балансах (чрезмерные займы в иностранной валюте, слишком короткие сроки погашения или недостаточная капитализация), а триггером

ТЕКУЩИЕ глобальные финансовые потрясения — после почти десятилетнего сравнительно спокойного периода со времени кризисов 1990-х годов в странах с формирующимся рынком — возродили интерес директивных органов и широкой общественности к системам раннего предупреждения (СРП) для прогнозирования будущих финансовых кризисов. Но какие сигналы тревоги реально способны подавать такие системы? Как они будут работать? И будут ли они эффективны? Опыт прошлых кризисов свидетельствует о том, что кризисы обходятся очень дорого как странам с развитой экономикой, так и странам с формирующимся рынком (см. рисунок). Хотя каждый кризис имеет свои отличительные характеристики, почти все они обусловлены сочетанием некоторых базовых фак-

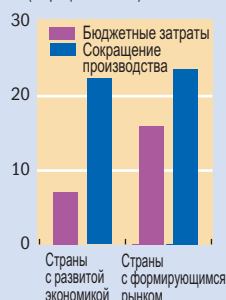
Дорогостоящие кризисы

Хотя кризисы происходят чаще в странах с формирующимся рынком, страны с развитой экономикой тоже уязвимы.

Число наблюдавшихся кризисов
в различных странах в 1972–2007 годах
(в процентах)¹



Средние издержки банковских
кризисов в 1970–2007 годах
(в процентах ВВП)



Источник: Laeven and Valencia (2008).

¹Частота кризисов, измеряемая числом кризисных эпизодов в процентах от общего числа лет по странам в приведенных группах примеров.

кризиса может стать почти любое событие — политические потрясения, шоки условий торговли, цепная реакция кризиса в других странах или, как в случае текущего кризиса, обвал рынка непервоклассных кредитов (см. таблицу).

Такая характеристика кризисов как результата наложения специфического триггера на базовые факторы уязвимости позволяет сделать два вывода. Во-первых, поскольку конкретное событие, служащее толчком к кризису, непредсказуемо, кризисы также не поддаются предсказанию. Во-вторых, ввиду этой непредсказуемости трудно убедить директивные органы принимать превентивные меры, особенно поскольку сами эти меры, вероятно, сопряжены с большими экономическими или политическими издержками. Из этого следует, что меры по обеспечению раннего предупреждения следует больше направлять не на попытки предсказать следующий кризис, а на выявление базовых факторов уязвимости, при отсутствии которых кризисы маловероятны, и затем принятие мер по устранению этих факторов.

Каких целей можно реально рассчитывать добиться посредством СРП?

В идеальном случае система раннего предупреждения (СРП) сигнализировала бы о нарастающих факторах уязвимости достаточно заблаговременно (и достаточно убедительно) для принятия корректирующих мер, чтобы не допустить возникновения даже риска кризиса. Сдвигание появляющихся пузырей цен активов, ограничение нехеджируемых открытых валютных позиций банков или заемщиков, лимитирование доли заемных средств и введение более высоких обязательных коэффициен-

тов собственного капитала — все это примеры способов сдерживать нарастание факторов уязвимости.

Однако такие меры едва ли будут пользоваться широкой поддержкой: домовладельцы предпочли бы, чтобы стоимость их жилья быстро росла, заемщикам может быть дешевле брать кредиты в иностранной валюте, а финансовые организации не склонны держать больше капитала, поскольку это снижает их прибыль. Следовательно, чтобы убедительно доказать необходимость конкретных мер, нужно разъяснить, как кризисы могут распространяться между секторами, рынками и странами. Наконец, поскольку всех факторов уязвимости не избежать, СРП должны также подавать сигналы тревоги о непосредственных рисках, чтобы дать странам возможность подготовиться к надвигающимся кризисам, а директивным органам — разработать планы действий в чрезвычайных обстоятельствах.

Разумеется, одно дело решить, какие функции должна выполнять СРП, другое — разработать систему для решения этих задач на деле. Текущий глобальный кризис наглядно показывает существующие сложные задачи. Ряд комментаторов отмечали очень быстрый рост цен на жилье в США, что является симптомом нарастающей уязвимости, однако в меньшей степени осознавалось то, как в этих условиях слабо регулируемая теневая банковская система с высокой долей заемных средств (включая инвестиционные банки и механизмы секьюритизации) может превратить относительно незначительную проблему непервоклассных ипотечных кредитов в самый крупный финансовый кризис со времен Великой депрессии. А без такой способности связать факты в единое целое отсутствовали существенные стимулы для принятия превентивных мер (таких как требование к банкам держать большие суммы капитала для покрытия забалансовых обязательств).

Как следует разрабатывать СРП

В качестве первого шага в разработке СРП следует определить, о каких событиях она должна предупреждать. Модели раннего предупреждения, разработанные по следам кризисов 1990-х годов в странах с формирующимся рынком, уделяли основное внимание внешним событиям (внезапному прекращению притоков капитала), поскольку большинство кризисов в этих странах были вызваны или, по крайней мере, сопровождались резкой сменой направления потоков капитала. (С точки зрения более узкой сферы ведения МВФ, такие кризисы вызывают потребность во внешнем финансировании, поэтому раннее предупреждение о них помогает МВФ планировать свои действия с учетом возможных обращений к нему за кредитными ресурсами.) В странах с развитой экономикой, хотя кризисы могут иметь и внешний аспект, более вероятно, что они связаны главным образом с проблемами в финансовом секторе. Кроме того, резкое сокращение объема производства, сверх уровня, объясняемого простыми циклическими колебаниями, вероятно, представляет отдельную область интереса для директивных органов, независимо от того, сопровождаются ли они финансовым кризисом.

После того как составлено определение кризиса, следующим шагом является разработка соответствующего аналитического инструментария. Этот инструментарий должен сочетать формальный количественный анализ с методами более эвристического характера, такими как широкие консультации и субъективные оценки. Количественные инструменты в этой связи выполняют четыре функции: во-первых, могут служить средством систематического поиска факторов уязвимости; во-вторых, изучать связи, особенно через финансовый сектор, которые могут позволить кризису — если он произойдет — мутировать и распространяться между секторами, между рынками и между странами; в-третьих, давать количественную оценку вероятности возникновения кризиса и его последствий с учетом выявленных факторов уязвимости; в-четвертых, использовать субъективные оценки в целях укрепления дисциплины и распространения информации.

Триггеры кризисов

Кризисы вызваны рядом факторов уязвимости и триггеров.

Кризис	Факторы уязвимости	Триггер
Мексика (1994)	Государственные краткосрочные внешние (и выраженные в иностранной валюте) обязательства	Ужесточение денежно-кредитной политики США, политические шоки
Таиланд (1997)	Внешние обязательства секторов финансовых и нефинансовых корпораций; концентрация активов финансовых компаний в секторе недвижимости	Ухудшение условий торговли; дефляция цен активов
Индонезия (1997)	Внешние обязательства корпоративного сектора; концентрация активов банковской системы в недвижимости/кредитах, связанных с недвижимым имуществом; высокое отношение долга к стоимости собственного капитала в секторе корпораций	Цепная реакция кризиса в Таиланде; банковский кризис
Турция (2000)	Государственные краткосрочные обязательства; несоответствие активов и пассивов банковской системы по валютам и срокам	Увеличение дефицита счета текущих операций, повышение реального обменного курса, шок условий торговли; неопределенность относительно наличия у правительства политической воли для проведения реформ в финансовом секторе
Финляндия (1991)	Бумы кредитования и цен на жилье, перегрев, низкая капитализация банков, концентрация кредитования, внутренние кредиты в иностранной валюте, финансовое дерегулирование без укрепления пруденциального регулирования и надзора; недостатки в области управления риском на уровне отдельных банков	Ужесточение денежно-кредитной политики, крах торговли со странами Совета экономической взаимопомощи; снижение обменного курса
Норвегия (1988)		
Швеция (1991)		
США (2007)	Бум кредитования и цен на жилье; недостатки финансового регулирования, которые привели к увеличению доли заемных средств и неправильной оценке риска	Обвал рынка непервоклассных ипотечных кредитов

Источники: Ghosh and others (2008); Drees and Pazarbasioglu (1998).

Разбор инструментария СРП

Какие аналитические инструменты требуются для системы раннего предупреждения? Конкретные характеристики различаются, но эффективный инструментарий СРП, по-видимому, должен содержать ряд элементов, включая обзор глобальных макроэкономических и финансовых перспектив, оценку факторов уязвимости страны и секторов и анализ межстрановых и межсекторных вторичных эффектов.

Перспективы. Анализ тенденций глобальной макроэкономической и финансовой ситуации основывается на рыночных показателях финансовых и суверенных рисков, дисперсии экономических прогнозов частного сектора и веерных диаграммах, обобщающих риски относительно базисных экономических прогнозов. Чтобы очертить контекст анализа рисков больших отклонений в СРП, они дополняются трендами национальных и секторных балансов сбережений и инвестиций, внешних дисбалансов и несбалансированности обменных курсов.

Сводные показатели вероятности, продолжительности и глубины кризиса. Разработан ряд методологий СРП для обобщенной оценки страновых факторов уязвимости к внешним и финансовым кризисам, кризисам роста и другим видам кризисов на основе широкого круга экономических и финансовых показателей. Некоторые из этих инструментов используют пробит-модели, тогда как другие применяют непараметрические методы, определяющие пороговые значения отдельных показателей уязвимости в зависимости от их способности различать кризисные и некризисные ситуации. Эти модели, кото-

рые обычно показывают вероятность кризиса, могут дополняться инструментами, помогающими определить глубину кризиса, его продолжительность и возможную траекторию подъема (в том числе, например, будет ли он сопровождаться устойчивым восстановлением уровня кредитования), в случае если кризис действительно произойдет.

Показатели секторных факторов уязвимости. Чтобы обеспечить согласованность между моделями общей вероятности кризиса и секторными анализами, можно использовать специализированные секторные методологии. Секторные инструменты могут ориентироваться на конкретные источники уязвимости (например, несбалансированность цен на жилье или неустойчивые бюджетные позиции). Составляемые с высокой периодичностью показатели финансового рынка могут помогать обобщать перспективную информацию и предвидеть быстрое ухудшение финансовых условий.

Распространение вторичных эффектов между странами, секторами и рынками. Разработка сценариев риска больших отклонений требует понимания того, как передаются шоки между различными странами и рынками. Например, данные о трансграничных рисках банков могут помочь определить потенциал распространения цепной реакции между странами через банковские кредиты. Аналогичным образом, различные инструменты могут помочь оценить потенциал распространения шоков в финансовом секторе на секторы суверенных заемщиков и нефинансовых корпораций, в том числе на основе восприятия таких вторичных эффектов рынком.

Ранние варианты СРП, как правило, использовали одну модель «вероятности кризиса», устанавливающую соответствие между макроэкономическими показателями (например, в странах с формирующимся рынком, величиной дефицита счета текущих операций или отношением резервов к краткосрочному долгу) и кризисами.

Более современные варианты признают, что хотя такие модели остаются ключевым звеном в этой работе, общие макроэкономические и финансовые перспективы, согласованность с другими секторными моделями и анализом, данные о рынках, составляемые с высокой периодичностью, и имитации трансграничных вторичных эффектов также могут быть необходимы для получения взвешенной и всесторонней оценки факторов уязвимости, которые могут предвещать кризис (см. более подробный анализ инструментов для СРП во вставке).

Однако система раннего предупреждения не может полагаться исключительно на формальные, количественные инструменты. Уникальность и разнообразие кризисов заведомо ограничивают способность статистических инструментов извлекать информацию, которая может быть полезной для выявления следующего кризиса или полного учета страновых факторов. В связи с этим, в дополнение к этим количественным инструментам используются такие подходы, как консультации с директивными органами, участниками рынка и представителями академических кругов, а также основанные на опыте эмпирические правила, обоснованные предположения, интуитивные оценки, принципы здравого смысла и неординарное мышление — все эти методы могут помочь обнаружить новые источники уязвимости, учитывая, что следующий кризис может очень сильно отличаться от предыдущих.

Как убедить директивные органы?

Помимо технических трудностей выявления уязвимых мест, возможно, самая сложная задача для любой СРП состоит в том, чтобы убедить директивные органы принять меры для их устранения. В связи с этим особое значение приобретает четкое и откровенное изложение ранних предупреждений, подкрепляемое комплексным анализом. В этот анализ необходимо включить: описание базовых источников уязвимости, шоков, которые могут привести в действие эти факторы уязвимости, и возможных путей распространения этих шоков между секто-

рами, рынками и странами. Наконец, ранние предупреждения должны сопровождаться четким набором вариантов политики с указанием преимуществ и недостатков ориентации на различные виды рисков и подчеркивать необходимость международной координации политики. Необходимо тщательно взвешивать предоставляемую информацию, направляя некоторые сообщения в конфиденциальном порядке директивным органам и публикуя другую информацию менее частного характера в открытых источниках.

Основные выводы

Реалистичная, но при этом масштабная цель СРП состоит в том, чтобы оповещать о возможных пессимистических сценариях и представлять директивным органам варианты оптимальных ответных мер. Это требует тщательного перспективного анализа, здравых оценок и отточенной информационной работы. Однако даже идеально разработанная СРП может быть не в состоянии предсказать и предотвратить все кризисы и может слишком часто подавать ложные сигналы тревоги. Будут ли директивные органы готовы прислушаться, когда глобальный финансовый кризис минует? ■

Джонатан Д. Остри — заместитель директора, Атиш Р. Гош — начальник Отдела системных вопросов, Наталия Тамириса — помощник директора, все — сотрудники Исследовательского департамента МВФ.

Литература:

- Drees, Burkhard, and Ceyla Pazarbaşıoğlu, 1998, The Nordic Banking Crisis: Pitfalls in Financial Liberalization, IMF Occasional Paper 161 (Washington: International Monetary Fund).
- Ghosh, Atish R., and others, 2008, IMF Support and Crisis Prevention, IMF Occasional Paper 262 (Washington: International Monetary Fund).
- Laeven, Luc, and Fabian Valencia, 2008, “Systemic Banking Crises: A New Database,” IMF Working Paper 08/224 (Washington: International Monetary Fund).
- Sunstein, Cass R., 2007, Worst-Case Scenarios (Cambridge, Massachusetts, and London, England: Harvard University Press).



Лица кризиса

Один кризис, шесть жизней

ШЕСТЬ человек в шести разных странах. Они не знакомы друг с другом и, скорее всего, никогда не встретятся, но у них есть нечто общее. Вместе с миллионами других людей они стали невинными жертвами финансовой паники, охватившей мир после краха американского инвестиционного банка «Леман Бразерс» 14 сентября 2008 года.

Их истории, рассказанные ими самими, лучше, чем любой экономический анализ показывают, насколько взаимосвязан сегодняшний мир и как тесно в результате переплелись наши судьбы. Их истории также подтверждают, что, как это ни прискорбно, малоимущие и менее образованные люди обычно страдают больше других и менее других способны противостоять экономическому спаду.

Социальные издержки кризиса неизбежно будут расти еще некоторое время. Безработица, символ Великой депрессии, будет далека от уровней 1930-х годов. Тем не менее ожидается, что, поскольку безработица является запаздывающим показателем, ее уровни во всем мире будут продолжать повышаться в течение значительной части 2010 года. По оценке Международной организации труда, до 50 млн человек могут потерять работу, пока ситуация не улучшится. Человеческие издержки безработицы, несомненно, еще выше в странах с формирующимся рынком и странах с низкими доходами, где системы социальной защиты слабы или вовсе отсутствуют. По мере возможности, МВФ рекомендует правительствам укреплять меры защиты малоимущих и наиболее уязвимых слоев.

Шесть человек, шесть жизней, перевернутых вверх дном одним глобальным экономическим кризисом.



Франсетт Пикар, живущая на денежные переводы, которые присылает домой ее двоюродный брат Клод Брюно.



Клод Брюно работает посудомойщиком в доме престарелых в Нью-Джерси.

Гаити

Спасательный круг для Гаити из США

ФРАНСЕТТ Пикар, 57-летняя мать-одиночка, живет со своими двумя дочерьми на ежемесячные денежные переводы, которые она получает от двоюродного брата Клода Брюно, живущего в США. До экономического кризиса она обычно получала около 250 долларов США в месяц. Теперь же лишь иногда приходит 30–60 долларов.

«Он посылал мне деньги на оплату школы, а также присылал нам продукты, но после того как начались экономические проблемы, это ему уже не по силам, — говорит она. — Он звонил мне, чтобы сказать, что это потому, что ему там трудно приходится. Одну неделю он, бывает, работает три дня, а потом одну или две недели сидит без работы».

После нескольких лет двузначных темпов роста Всемирный банк прогнозирует сокращение потоков денежных переводов во всем мире на 7–10 процентов в этом году. Гаити пока является исключением из наблюдающейся в Латинской Америке и странах Карибского бассейна тенденции снижения уровня денежных переводов, но перспективы для этой небольшой карибской страны остаются шаткими.

«К счастью, сокращение денежных переводов оказалось не таким сильным, как мы ожидали, но при росте населения Гаити на 2 процента в год, этот год выйдет трудным, — говорит сотрудник Международного Валютного Фонда Коринн Делеша. — Денежные переводы — единственный источник средств к существованию для многих семей в Гаити».

По данным Межамериканского банка развития, деньги, которые присылает домой большая гаитянская диаспора, являются самым крупным из источников иностранной валюты для страны, равным ее ВВП более чем за квартал. Суммы отдельных переводов обычно невелики, может быть, 100 долларов в месяц, но в общей сложности они составили 1,25 млрд долларов в 2008 году, в 2½ раза больше стоимости экспорта. Эти деньги идут на удовлетворение насущных нужд, таких как продукты питания, жилье и образование.

Гаити, расположенная на расстоянии немногим более часа лета от США, является самой бедной страной в западном полушарии. Ее новейшая история отмечена шрамами насилия, политической нестабильности, дефицита ресурсов и стихийных бедствий. По данным Организации Объединенных

Наций, 80 процентов населения страны живет на два доллара США или менее в день.

Ранее в этом году аналитики предсказывали, что Гаити, как и остальной мир, переживет резкое сокращение денежных переводов из-за последствий экономического спада в Северной Америке, где проживает большинство из двух миллионов гаитян, живущих за границей. Вопреки ожиданиям, однако, уровень денежных переводов не только не уменьшился, но даже немного возрос.

«Гаити — страна, население которой живет в такой сильной нужде, что родственники за границей понимают, что случится, если они перестанут присылать деньги, поэтому они даже острее осознают необходимость своих переводов», — говорит сотрудник Межамериканского банка развития Грегори Уотсон.

Именно это побуждает Клода Брюно, двоюродного брата Пикар, продолжать присылать деньги, несмотря на то, что он сам во многом нуждается. В возрасте, когда многие его сверстники уже подумывают о пенсии, 61-летний Брюно по восемь часов в день проводит в жарком и влажном помещении за мытьем посуды для обитателей дома престарелых в Нью-Джерси.

Снижение глобальной экономической активности и безработица в США на уровне 9,5 процентов вынуждают живущих там иммигрантов отправлять меньше денег семьям по всему региону Латинской Америки и Карибского бассейна. Аналитики склонны объяснять устойчивый уровень поддержки родственников в Гаити тем, что суммы денежных переводов, как правило, невелики, поэтому меньше вероятность того, что изменения в личных обстоятельствах скажутся на размере переводов. Кроме того, секторы, в которых преимущественно работают мигранты из Гаити, такие как сфера услуг, не подверглись столь сильному спаду.

Это слабое утешение для Франсетт Пикар, которая живет под угрозой выселения из дома и не обращается к врачу, несмотря на головные боли, вызванные стрессом. «После полуночи я не могу заснуть до рассвета, все думаю. Иногда я задаюсь вопросом, что дать детям утром? Мне нужно собрать им с собой завтраки, но разве можно спать, когда у тебя нет ни гроша?»

Франсетт инстинктивно объясняет суть бедственного положения, в котором оказалась она и многие ее соотечественники ввиду перспектив экономики США.

«Мы не видим никакого выхода, ведь нам в Гаити не выжить без США. Страна держится благодаря диаспоре». ■



Игнас Коффи Касси говорит, что из-за кризиса земледельцам, выращивающим какао, труднее сводить концы с концами.

Кот-д'Ивуар

Вести сельское хозяйство стало труднее

ИГНАС Коффи Касси — обычно жизнерадостный человек. Но спросите его об источнике его заработка, выращивании какао, и сразу видно, что на душе у него неспокойно. «Добиться успеха, выращивая какао в Кот-д'Ивуаре, нелегко. Условия очень тяжелые», — говорит он.

Касси — рослый мужчина с развитой мускулатурой в результате повседневной работы с мачете. У него семеро детей. «Но в общей сложности я содержаю не меньше пятнадцати человек», — говорит он. Чтобы пополнить свой доход, он недавно диверсифицировал свои культуры, высадив масличную пальму и каучуковое дерево.

Кот-д'Ивуар, страна с населением 19 млн человек, когда-то был одной из наиболее процветающих стран в Западной Африке. Однако в стране лишь недавно закончился конфликт. Ее экономическое возрождение было прервано военным переворотом в 1999 году и началом гражданской войны в 2002 году. В 2007 году к власти пришло переходное правительство, которое приступило к восстановлению экономики страны.

Теперь эта задача усложняется глобальным экономическим кризисом — не только для Кот-д'Ивуара, но и для всего африканского континента. «Африка не по своей вине сейчас оказалась жертвой финансового кризиса, возникшего в странах с развитой экономикой. Глобальная рецессия, наступившая так скоро после шока цен на продовольствие и топливо, усугубляет уязвимость стран с низкими доходами ввиду снижения цен на биржевые товары, сокращения торговли и инвестиций и угроз для помощи на цели развития», — сказал Директор-распорядитель МВФ Доминик Стросс-Кан в своей речи 27 мая в конце своей поездки в Кот-д'Ивуар.

МВФ недавно утвердил кредит Кот-д'Ивуару в размере 566 млн долл. США для содействия его программе экономического развития; страна также получила облегчение бремени долга. Однако глобальный кредитный кризис затрудняет привлечение столь необходимых прямых иностранных инвестиций, в том числе в выращивание какао. Кот-д'Ивуар является крупнейшим в мире производителем какао, и какао — главная статья национального экспорта, составляющая около 35 процентов всех вывозимых товаров. Сектор какао дает рабо-

ту более 4 млн человек и ежегодно приносит 1,4 млрд долл. США экспортного дохода.

До недавнего времени цены на какао были рекордно высокими, но эта прибыль не доходит до мелких фермеров в стране, выращивающих какао. Касси испытывает проблемы из-за устаревшего оборудования, недостатка финансирования и слабой инфраструктуры, которая затрудняет доставку продукции даже на местные рынки, не говоря уже о внешнем рынке. «Мы — слабо развитая страна, все делается по старинке, и какао убирают мачете, орудием из прошлого. Удобрений не найти», — сетует он.

Стоя возле одного из своих деревьев какао, Касси говорит, что содействие международного сообщества, будь то помощь или облегчение бремени долга, по-видимому, не приводит к сколько-нибудь ощутимому улучшению ситуации для таких фермеров, как он. «Ведутся разговоры о строительстве школ и больниц. Но если фермер не может заработать денег, чтобы оплатить медицинские услуги, купить одежду и отправить детей в школу, что тогда вообще может дать фермерам облегчение бремени долга страны? Что действительно необходимо, так это снизить налоги и дать фермерам возможность производить высококачественное какао».

Касси считает, что глобальный экономический кризис может оказаться последней каплей. «У нас давно проблемы, но этот кризис загоняет нас в могилу. Уже не остается оснований для оптимизма. Земледельцы хотят знать, когда же придет конец их страданиям».

Он считает, что правительству следует принять меры, чтобы сделать сельское хозяйство более прибыльным. «Мы хотим, чтобы оплата труда фермеров была включена в круг вопросов, обсуждаемых между правительством и партнерами по развитию. Ведь именно на фермерах держится экономика Кот-д'Ивуара».

Хорошо то, что правительство при содействии международного сообщества активизирует проведение реформ, говорит экономист МВФ Алексей Киреев. «Поэтапное снижение косвенных налогов на какао с 32 процентов до 22 процентов к 2011 году увеличит доходы фермеров, таких как Коффи Касси», — говорит он. Правительство также рассматривает систему регулирования сектора, чтобы улучшить управление и повысить прозрачность.

Таким образом, можно надеяться, что Касси вскоре дожидается некоторых из перемен, которые, по его мнению, крайне необходимы. В любом случае, ему ничего не остается, кроме как упорно работать. Как-никак, нужно прокормить 15 человек. ■



Часы работы Густаво Рамиреса в порту Буэнос-Айреса сократились из-за последствий спада в мировой торговле для экономики Аргентины.



Слева направо: Николь, 13 лет; Соланж, 16 лет; жена Эвелина;

Аргентина

От глобального шторма в порту не укрыться

ГУСТАВО Рамирес медленно, но верно поднимался по экономической лестнице.

После почти трех лет работы докером в порту Буэнос-Айреса он смог переехать с женой Эвелиной и четырьмя дочерьми из двухкомнатной квартиры в скромную, но более просторную квартиру в рабочем районе Барракас. Рамирес и Эвелина, которая работает в медицинской лаборатории, оплачивали обучение своей 13-летней дочери в частной школе, несколько раз в месяц ходили в ресторан и время от времени совершали поездки. Рамирес, которому 37 лет, возобновил учебу на курсах учителей начальной школы — эта профессия, возможно, оплачивается не лучше его работы нормировщика в порту, но приносила бы значительные социальные дивиденды.

И тут разразился глобальный экономический кризис.

Аргентина, как и многие страны с формирующимся рынком, надеялась избежать потрясений, охвативших страны с развитой экономикой, у истоков которых было ухудшение ситуации на ипотечном рынке США в 2007 году. Однако к концу 2008 года резкий экономический спад в странах с развитой экономикой распространился и на страны с формирующимся рынком, такие как Аргентина.

Сочетание слабой глобальной экономики и ограниченно-го доступа к торговым кредитам вызвало крушение мировой торговли, которое началось в конце прошлого года. Объем мировой торговли уменьшился более чем на 20 процентов в первой половине 2009 года, и, по оценке МВФ, за год в целом он снизится примерно на 12 процентов. Когда мировая торговля резко сократилась, внешняя торговля Аргентины также пережила спад. Аргентинский экспорт сократился, а импорт резко упал. В первые четыре месяца 2009 года объем товаров, проходящих через порт Буэнос-Айреса, уменьшился на 32 процента относительно того же периода в 2008 году.

Исчезла работа в порту на южном берегу гигантского устья Рио-де-ла-Плата. «Было много работы, а потом вдруг стало намного меньше», — сокрушался Рамирес.

По словам Рамиреса, до конца прошлого года он, как и другие 1500 с лишним работников порта, работал в среднем около 24 дней в месяц. Теперь рабочее время резко сократилось. Рамирес работает примерно 14 или 15 дней в ме-

сяц. Работникам с большим стажем гарантировано больше дней работы, чем Рамиресу; работникам с меньшим стажем — меньше.

Рамирес работает в компании «Терминалес Рио де ла Плата», операторе трех из пяти крупных терминалов, составляющих городской порт, через который проходят почти все импортные и экспортные контейнерные перевозки Аргентины и значительная часть общего объема ее внешней торговли. Большая часть сельскохозяйственного экспорта отправляется из портов к западу от города на реке Парана.

Работа в порту была счастливой находкой для Рамиреса. До этого он работал по 12 часов в день в небольшом магазине с выходными в середине недели. Заработная плата была низкой, и работа создавала трудности в семейной жизни. Три года назад на школьном мероприятии его дочери Николь, одаренной юной гимнастки, к кровати которой на верхнем уровне двухъярусной кровати привязан мешок с призами, он узнал о работе в порту. Более высокая зарплата позволила семье улучшить свое экономическое положение.

Рамирес философски воспринимает внезапное снижение его заработка (зарплата Эвелины остается в основном стабильной). Есть в этом свои недостатки, признает он. Намного труднее добиться успеха, и с марта семье не удастся оплачивать все счета, несмотря на «затягивание поясов».

Но жизнь сейчас лучше, чем была «три или четыре года назад», и кризис сблизил семью. Соланж, его 16-летняя дочь от предыдущего брака, только что переехала к ним — так недавно, что к надписи на двери спальни о том, что в комнате спят 13-летняя Николь, 5-летняя Джулиета и 2-летняя Мартина, еще не было добавлено имя их старшей сестры.

Кроме того, говорит Рамирес, он также имеет возможность использовать вновь обретенное свободное время для общественной работы в профсоюзе, которая, по его словам, принесит ему большое удовлетворение.

Тем не менее Рамиреса беспокоят вопросы, на решение которых, как он считает, ни он, ни Аргентина не в состоянии существенно повлиять. Он опасается, что глобальный экономический кризис усилится и примет масштабы, близкие к Великой депрессии 1930-х годов. С точки зрения аргентинцев, этот кризис ощутимо отличается от предыдущих, говорит Рамирес. Он не вызван внутренними причинами, но «намного шире по охвату» и обусловлен факторами мировой политики и экономическими явлениями, происходящими за пределами этой крупной южноамериканской страны, — говорит он. ■



Мартина, 2 года; Джулиета, 5 лет, и Рамирес.



Шитал Пател была уволена из банка «Морган Стэнли» в связи с сокращением штатов больше года назад, но оптимистично оценивает свои шансы устроиться на новую работу к Рождеству.

США

Надежды на новую работу

ШИТАЛ Пател все еще говорит «мы» о «Морган Стэнли» и рассказывает о своем прежнем работодателе в настоящем времени.

Бывший научный сотрудник, она была уволена с работы в нью-йоркском инвестиционном банке в мае 2008 года, на следующей неделе после краха неблагополучного инвестиционного банка «Бэр Стернз». Пател, которой 31 год, пополнила ряды тысяч молодых, высокообразованных, умных и честолюбивых специалистов в секторе финансовых услуг США, лишившихся работы в результате экономического кризиса.

«Я всегда считалась умницей, с прекрасной работой, и вдруг оказывается, что мне нужно разобраться, кто я и что я могу предложить работодателю», — говорит Пател.

Первые несколько недель Пател была в шоке, но отвлекла себя от грустных мыслей, погрузившись в заведенный порядок поиска работы. В рамках выходного пособия «Морган Стэнли» для поиска работы ей была предоставлена возможность в течение восьми недель пользоваться услугами фирмы по трудоустройству.

Летом 2008 года Пател несколько раз приглашали на собеседования, и она была полна надежд. Затем, в сентябре, рухнул банк «Леман Бразерс», и «все приглашения как сквозь землю провалились», — говорит Пател.

Пател сначала училась на врача, но открыла для себя экономику, прослушав экономический курс, когда была студенткой Пенсильванского университета, и с тех пор уверенно следовала своему новому выбору. Сразу после университета она поступила на работу в Федеральную резервную систему в Вашингтоне, округ Колумбия, где занималась анализом потребительских расходов и операций домашних хозяйств для составления экономических прогнозов ФРС.

Пател нравилась ее работа и коллеги, но когда ей неожиданно пришло по электронной почте предложение пройти собеседование для приема на работу в «Морган Стэнли», она ухватила за этот шанс.

«Работать в крупной инвестиционной банке было моей мечтой», — говорит Пател.

В качестве экономиста Пател работала над составлением «Морган Стэнли» экономическим прогнозом по США. Впоследствии ее задачи расширились, и она координировала глобальные экономические прогнозы банка. Сначала пришлось многому учиться, и Пател ее работа очень нравилась.

Но через восемь лет после первого дня работы в банке Пател стала частью мрачной статистики безработицы, вызванной финансовым кризисом.

Потери рабочих мест в секторе финансовых услуг США были предвестником дальнейшего ухудшения ситуации. Кризис, начавшийся на рынке непервоклассных ипотечных кредитов в США, быстро распространился на глобальную экономику и привел к самой тяжелой рецессии за 70 лет. В 2008 году глобальная экономика пережила сокращение впервые со Второй мировой войны, и были потеряны рабочие места в странах по всему миру, которые зависели от сбыта своих товаров потребителям в США. Международная организация труда прогнозирует, что к концу 2009 года число безработных в мире достигнет 210 млн. По данным Министерства статистики труда США, на сегодняшний день занятость в секторе финансовых услуг сократилась немного больше чем на полмиллиона.

По прогнозам МВФ, проблемы на рынках труда США будут еще некоторое время сдерживать экономический рост, и ВВП сократится на 2,5 процента в 2009 году. Ожидается, что многие из потерянных рабочих мест не вернуться, даже когда ситуация в секторе улучшится, согласно опубликованному в мае докладу мониторинга бюджета города Нью-Йорк.

Поскольку большое число квалифицированных специалистов остались без работы, расширился круг талантливых кандидатов, конкурирующих за намного меньшее количество рабочих мест. По словам Пател, на собеседованиях потенциальные работодатели говорят ей, что экономисты им не нужны.

«Специальность экономиста — как черная метка», — говорит она. «Если нужно просмотреть кипу из 500 автобиографий, когда видишь «экономист», это хороший повод избавиться еще от одной».

Финансы Пател были в порядке до того, как она потеряла работу, поскольку она жила по средствам. Она имеет в собственности скромную квартиру в районе Гринвич-виллидж, и ей удастся сводить концы с концами за счет ее выходного пособия от «Морган Стэнли», пособий по безработице и сбережений.

Потеря работы может быть столь же тяжела психологически, как смерть близкого человека или развод. Пател говорит, что она прошла через семь стадий горя, от шока и отрицания до примирения.

Было очень много горьких разочарований, но, в ожидании предстоящего собеседования в Федеральном резервном банке Нью-Йорка, Пател оптимистично оценивает шансы найти работу.

«Я очень надеюсь, что это произойдет к концу года», — говорит она. ■



Йошинори Сато приходил на работу до начала рабочего дня и брал мало дней отпуска, надеясь быть зачисленным в постоянный штат. И все же его уволили.

Япония

Поездка в тупик

БОЛЬШИНСТВО сочли бы надежды Йошинори Сато вполне разумными. Он хочет жить со своей семьей и получить обратно свою прежнюю работу. Экономический спад, нанесший сокрушительный удар автомобильной промышленности Японии, означает, что ни та, ни другая мечта в ближайшем будущем, скорее всего, не сбудется.

Сато, которому сейчас 50 лет, переехал в Йокогаму семь лет назад, оставив семью в своем родном городе на Хоккайдо, чтобы найти работу через агентство по временному трудоустройству. Он получил назначение на завод компании «Исузу моторс», где работал на конвейере по сборке грузовых автомобилей.

Платили не очень, признается он, но заработка хватало на скромную жизнь. Так продолжалось до ноября прошлого года, когда 500 работников получили уведомление о том, что ввиду экономического спада и сокращающегося экспорта их рабочие места будут сокращены к концу следующего месяца.

«Это было, как гром среди ясного неба. Никто из нас этого не ожидал», — говорит Сато. После смены «я с четырьмя своими коллегами вернулся в комнату для персонала, а там каждого из нас ждало извещение, что из-за сокращения производства принято решение о нашем увольнении через месяц».

Компания призвала сотрудников продолжать усердно работать до своего последнего дня на заводе.

Пятьсот временных работников в последний раз отметили время ухода с работы 26 декабря, и Сато было сказано, что он должен в четырехдневный срок освободить комнату в принадлежащем компании общежитии.

Производители автомобилей в Японии являются одними из крупнейших нанимателей временных работников по скользящим годичным контрактам. По оценке, к этой категории относится более 3,8 млн работников. Правила в отношении работников, направляемых агентствами по трудоустройству, были либерализованы в 2004 году. В Японии, давно отказавшейся от своего старого принципа «пожизненного найма», базируются некоторые из крупнейших автомобильных компаний мира, но ее автомобильная промышленность была в числе наиболее пострадавших от глобального

спада. По данным национальной Ассоциации производителей автомобилей, в мае 2009 года экспорт автомашин сократился более чем на 55 процентов относительно предыдущего года; это был восьмой подряд месяц сокращения экспорта. Производители отреагировали на это сокращением производства и свертыванием рабочих мест.

Япония не была в эпицентре глобального кризиса, но последующий обвал мирового спроса и вторичные эффекты финансового кризиса погрузили эту зависимую от экспорта экономику в самую острую рецессию за более чем полвека.

Токио также пытался принять меры для защиты наиболее уязвимых слоев, включая временных работников, от худших проявлений спада. В числе этих мер смягчение критериев для предоставления права на страхование от безработицы и планируемое повышение минимальной ставки оплаты сверхурочной работы. Период занятости Сато в качестве временного работника сказался на его личной жизни и стоил ему его брака и совместной жизни с женой и дочерью. Они остались на Хоккайдо.

«Стало ясно, что я не могу себе позволить продолжать отвлекать деньги жене, поэтому мы решили развестись, чтобы она могла получить право на государственные пособия, но мы по-прежнему любим друг друга и очень часто общаемся по телефону».

«Раньше я ездил на Хоккайдо каждую весну — у моей дочки день рождения 29 апреля. Я всегда хотел, чтобы они переехали сюда, когда я накоплю достаточно денег, но теперь это представляется невозможным».

Бывший работник сборочной линии пытается добиться восстановления на работе. В марте он подал иск в суд на агентство по трудоустройству о выплате его заработной платы до конца срока контракта. Сато говорит, что суд решил дело в его пользу. Ожидая результата отдельного судебного разбирательства с целью добиться от автомобильной компании приема его обратно на работу в качестве постоянного сотрудника, он работает добровольцем во Всеяпонском профсоюзе рабочих машиностроительной и информационной промышленности. За это профсоюз выступает гарантом по аренде его квартиры.

«Я хотел стать постоянным сотрудником и старался доказать, что я хороший работник, приходя на работу каждое утро на час раньше, чтобы подготовить конвейер к рабочему дню», — говорит он. — Я всего лишь хотел иметь нормальную жизнь — излишеств мне не надо — и привезти сюда семью, чтобы жить вместе», — добавляет он. — Потом я получил это извещение, и моя мечта была разбита. ■



Доход Сантьяго Баэна от продажи недвижимости резко упал.

Испания

Замороженный рынок жилья

ЗА свою 20-летнюю карьеру в секторе недвижимости Сантьяго Баэна был свидетелем как самой лучшей, так и худшей ситуации на испанском рынке жилья.

В детстве Баэна работал со своими 14 братьями и сестрами в принадлежавшем его родителям постоялом дворе на севере Испании. Он занялся недвижимостью, когда ему было немного за тридцать, продавая жилье и коммерческие помещения — этот бизнес процветал, пока бум на рынке не закончился пару лет назад.

Цены на жилье в Испании почти утроились с того времени, как Баэна, которому сейчас 53 года, стал лицензированным агентом по недвижимости в Мадриде. Испанская экономика быстро росла в 1990-е годы, «золотые годы» для испанской недвижимости. Стоимость капитала стремительно повышалась в результате переоценки недвижимости, легкодоступного кредита, удорожания недвижимости и потенциала дальнейшей переоценки, что порождало характерную спираль завышенных цен», — говорит Баэна.

Введение Испанией евро в 1999 году принесло с собой низкую стоимость кредитов, обильные источники кредитования и легкий доступ к финансированию. Более 90 процентов испанских получателей ипотеки имеют кредиты с переменной ставкой, так что снижение ставок фактически уменьшало издержки на жилье.

Но в 2004 году, когда Европейский центральный банк начал повышать процентные ставки, активность на испанском рынке жилья пошла на убыль. Три года спустя, когда глобальный финансовый кризис охватил Европу, испанская экономика оказалась особенно уязвимой, поскольку экономический рост столь сильно зависел от внутреннего спроса, стимулируемого кредитами, и бума на рынке жилья.

Сегодня испанский рынок жилья переживает депрессию. «Сказать, что на рынке произошло охлаждение, будет неверно, нет — он заморожен», — говорит Баэна. Действительно, продажи жилья сократились более чем на 50 процентов с первого квартала 2007 года по первый квартал 2009 года, причем только в 2008 году они упали на треть. Слабые продажи подорвали цены на жилье, которые, по прогнозу испанского банка BBVA, к концу 2011 года снизятся на 30 процентов относительно их максимального уровня 2007 года.

Снижение уровней продаж и цен означало уменьшение чистого дохода для таких людей, как Баэна. Агенты по недвижимости в Испании берут 3–5 процентов комиссионных от цены продажи, но за последние пару лет большинству пришлось снизить эти ставки. «Лучше получить 50 процентов от чего-то, чем 100 процентов от ничего», — говорит Баэна. Он женат и имеет четырех детей. В результате кризиса на рынке жилья его доход упал на 10 процентов в прошлом году и на 30 процентов годом ранее.

Экономика в целом также переживает тяжелые времена. Вследствие бума на рынке жилья доля строительного сектора достигла 9 процентов в испанской экономике и 13 процентов в общей численности рабочих мест. Из-за отсутствия покупателей новое строительство застопорилось. «Да Вы посмотрите на линию горизонта. Если с кранов свисают тележки и другие строительные инструменты, это означает, что стройка остановлена, и оборудование подняли на краны, чтобы его не украли. Посмотрите, и увидите все небо в подвешенных тележках», — говорит Баэна.

Снижение заработной платы в Испании не допускается, поэтому основные корректировки должны осуществляться путем сокращения штатов. Как следствие, спад активности в строительстве за последний период усугубил и без того высокую безработицу в Испании, которая теперь составляет почти 20 процентов.

Ближайшее будущее не сулит больших надежд людям, ищущим работу. В 2008 году экономика Испании выросла только на 1,2 процента, а в 2009 году ожидается сокращение на 3–4 процента, говорит экономист МВФ Кристиан Хенн. В чем Испания действительно нуждается, отмечает МВФ в своем последнем анализе экономики страны, так это в новой модели роста. Жилищное строительство и частное потребление больше не будут двигателями роста, как было в прошлом. В будущем стране придется в большей степени полагаться на промышленность и сектор услуг для создания рабочих мест и обеспечения роста. Для этого правительству Испании необходимо найти пути повышения производительности и снижения издержек.

Для Баэна и многих других людей, которые, как он, зарабатывали на жизнь в жилищном секторе, будущее полно неопределенности. «Мы по-прежнему смотрим в будущее с надеждой», — говорит он, но его нахмуренные брови заставляют усомниться в этих оптимистичных словах. ■

Авторы материалов:

Аргентина

Текст: Флоренсия Карбоне, *La Nación*, и Джеймс Л. Роу, МВФ
Фотографии: Даниэль Пессах, *La Nación*

Гаити

Текст: Андерсон Лафоре и Юнь-сун Хан, МВФ
Фотографии: Тони Белизэр, AFP

Испания

Текст: Сильвия Таулес, *El Mundo*, и Марина Приморац, МВФ
Фотографии: Сильвия Таулес

Кот-д'Ивуар

Текст: Мадлен Акпони и Камилла Андерсен, МВФ
Джакоби
Фотографии: Юджин Салазар, МВФ

США

Текст: Жаклин Делорье, МВФ
Фотографии: Майкл Спилотро, МВФ

Япония

Текст: Джулиан Райалл
Фотографии: Элфи Гудрич



Что такое денежно-кредитная политика?

Коши Матай

ДЕНЕЖНО-кредитная политика выступает во множестве облиций. Но, как бы это ни выглядело внешне, как правило, она сводится к корректировке денежной массы в экономике для достижения определенного сочетания стабилизации инфляции и объема производства.

Большинство экономистов согласилось бы с тем, что в *долгосрочном плане* объем производства фиксирован, поэтому любые изменения в денежной массе приводят лишь к изменению цен. Но в *краткосрочном плане*, поскольку цены и заработная плата не корректируются мгновенно, изменения в денежной массе могут влиять на фактическое производство товаров и услуг. Именно поэтому денежно-кредитная политика, обычно проводимая центральными банками, такими как Федеральная резервная система США (ФРС) или Европейский центральный банк (ЕЦБ), является значимым инструментом политики для достижения целей в области инфляции и экономического роста.

Во время рецессии, к примеру, потребители перестают тратить столько же денег, сколько они тратили раньше; объем производства предприятий сокращается, заставляя фирмы увольнять работников и прекращать инвестировать средства в новые производственные мощности; и могут также снизиться внешние потребности в экспорте из данной страны. Коротко говоря, имеет место *сокращение совокупного спроса*, на которое правительство может отреагировать, проводя политику, противодействующую тому направлению, по которому движется экономика. Этим предпочтительным *контрциклическим* инструментом часто служит денежно-кредитная политика.

Такая контрциклическая политика должна приводить к желаемому расширению объема производства (и занятости). Но, поскольку она влечет за собой увеличение денежной массы, она вызывает также повышение цен. Когда производство в стране приближается к полной загрузке мощностей, растущий спрос оказывает давление на себестоимость производства, включая заработную плату. Затем работники используют свои возросшие доходы для покупки большего количества товаров и услуг, что приводит к еще большему росту цен и вызывает повышение общего уровня инфляции — результат, которого директивные органы обычно стремятся избежать.

Двойная цель

Таким образом, денежно-кредитные органы должны обеспечивать равновесие между целями в отношении цен и объема производства. Действительно, даже те центральные банки, которые, подобно ЕЦБ, устанавливают целевые показатели только по инфляции, признают, что они также уделяют внимание стабилизации объема производства и поддержанию почти полной занятости в экономике. А для ФРС, которая имеет четкий двойной мандат от Конгресса США, цель по обеспечению занятости официально признана и приравнена по значимости к цели по инфляции.

Денежно-кредитная политика не является единственным инструментом регулирования совокупного спроса на товары и услуги. Другим инструментом является налогово-бюджетная политика — налогообложение и расходы, — и правительства широко используют ее в ходе текущего кризиса. Однако для законодательного закрепления изменений налогов и расходов обычно требуется время, и когда такие изменения вступают в силу как закон, их бывает политически трудно отменить. К тому же существует проблема того, что потребители могут не отреагировать на бюджетные стимулы так, как предполагалось (например, они могут сберегать, а не тратить средства, полученные в результате снижения налога), и легко понять, почему денежно-кредитная политика обычно рассматривается как первая линия защиты при стабилизации экономики во время спада. (Исключение составляют страны с фиксированным валютным курсом, где денежно-кредитная политика полностью увязана с целевым уровнем валютного курса.)

Независимая политика

Хотя денежно-кредитная политика является одним из наиболее важных экономических инструментов правительства, большинство экономистов считает, что в оптимальном случае она должна проводиться центральным банком (или аналогичным ведомством), который независим от избранного правительства. Это убеждение сложилось вследствие проведенного примерно 30 лет назад научного исследования, в котором выделялась проблема временного несоответствия. Денежно-кредитные органы, которые были менее независимы от правительства, полагали, что в их интересах обещать низкую инфляцию, с тем чтобы удерживать инфляционные ожидания потребителей и предприятий на низком уровне. Однако затем, в ответ на последующие события, им могло оказаться трудно противодействовать расширению денежной массы, что приводило к неожиданной инфляции. Такая неожиданность вначале вызывала рост объема производства благодаря более дешевой рабочей силе (заработная плата меняется медленно), а также приводила к сокращению реальной, или скорректированной по инфляции, стоимости государственного долга. Но люди вскоре начинали осознавать это инфляционное смещение и резко повышали свои ожидания в отношении роста цен, что затрудняло директивным органам задачу когда-либо достичь низкой инфляции.

Для того чтобы преодолеть проблему временного несоответствия, некоторые экономисты предлагали, чтобы директивные органы придерживались правила, которое лишало их полной свободы действий по корректировке денежно-кредитной политики. Однако на практике вызывающая доверие приверженность какому-либо правилу (возможно, сложному) оказалась трудным делом. Альтернативное решение, которое, тем не менее, позволяло бы защитить этот процесс от политического влияния и укрепить доверие населения к твердому намерению

властей поддерживать низкую инфляцию, заключалось в передаче полномочий по проведению денежно-кредитной политики *независимому* центральному банку, в значительной степени огражденному от политического процесса — ситуация, которая уже существовала в ряде стран. Имеющиеся данные показывают, что независимость центрального банка действительно ассоциируется с более низкой и более стабильной инфляцией.

Проведение денежно-кредитной политики

Каким образом центральный банк меняет денежно-кредитную политику? Основной подход заключается в том, чтобы попросту корректировать размер денежной массы. Обычно это делается при помощи операций на открытом рынке, в ходе которых производится обмен краткосрочными государственными долговыми обязательствами с частным сектором. Например, если ФРС покупает или занимает казначейские векселя у коммерческих банков, центральный банк вносит денежные средства на соответствующие счета, называемые резервами, которые банки обязаны поддерживать. Это увеличивает денежную массу. Наоборот, если ФРС продает или ссужает казначейские векселя банкам, платеж, который она получает взамен, сокращает денежную массу.

Хотя многие центральные банки в течение ряда лет делали попытки использовать явные целевые показатели роста денежной массы, такие целевые показатели стали гораздо менее распространенными, так как оценить корреляцию между денежной массой и ценами стало труднее, чем раньше. Многие центральные банки перешли к использованию инфляции в качестве целевого показателя — либо единственного, либо в сочетании с возможной неявной целью в отношении экономического роста и/или занятости.

Когда центральный банк выступает с публичными сообщениями о денежно-кредитной политике, он обычно сосредоточивает внимание на процентных ставках, к которым он стремится, а не на какой-либо конкретной сумме денег (хотя для достижения желаемых процентных ставок могут потребоваться изменения в денежной массе). Как правило, внимание центрального банка направлено на одну ставку интервенции — обычно краткосрочную, и нередко суточную ставку, по которой банки занимают средства друг у друга. Когда центральный банк вливает деньги в систему, покупая или занимая ценные бумаги, что в обиходе называется *ослаблением* политики, эта ставка снижается. Обычно она повышается, когда центральный банк *ужесточает* политику, поглощая резервы. Центральный банк ожидает, что изменение ставки интервенции будет передаваться на все другие процентные ставки, имеющие значение в экономике.

Механизмы передачи воздействия

Изменение денежно-кредитной политики оказывает значимое влияние на совокупный спрос и, следовательно, на объем производства и цены. Существует ряд способов, при помощи которых воздействие мер политики передается на реальную экономику (Ireland, 2008).

Способ, которому традиционно уделяется внимание, — это *механизм процентной ставки*. Например, если центральный банк ужесточает политику, стоимость заимствования возрастает, потребители реже покупают вещи, для которых они в обычных условиях использовали бы финансирование (такие как дома или автомобили), а предприятия меньше инвестируют в новое оборудование, программное обеспечение или здания. Этот пониженный уровень экономической активности должен соответствовать более низкой инфляции, так как более низкий спрос обычно означает более низкие цены.

Но это еще не все. Повышение процентных ставок также, как правило, снижает чистую стоимость собственного капитала предприятий и физических лиц (так называемый *балансовый механизм*), в связи с чем им становится труднее удовлетворять

требованиям для получения кредитов по любой процентной ставке, что сокращает расходы и ценовое давление. Кроме того, повышение ставок делает банки в целом менее прибыльными и потому снижает их готовность предоставлять кредиты — *механизм банковского кредитования*. Как правило, высокие ставки ведут к повышению валютного курса, так как иностранные инвесторы стремятся получить более высокую прибыль и увеличивают спрос на данную валюту. Под действием *механизма валютного курса* экспорт сокращается, так как он становится более дорогим, а импорт возрастает, так как он становится более дешевым. Это, в свою очередь, приводит к сокращению ВВП.

Денежно-кредитная политика оказывает еще одно важное воздействие через ожидания — *самосбывающийся* компонент инфляции. Многие контракты о заработной плате и ценах заключаются заранее на основе прогнозов инфляции. Если директивные органы повышают процентные ставки и сообщают о предстоящих дальнейших повышениях, это может убедить население в том, что директивные органы всерьез намерены держать инфляцию под контролем. Тогда долгосрочные контракты со временем будут обеспечивать более умеренные повышения заработной платы и цен, что, в свою очередь, позволит удерживать инфляцию на низком уровне.

Когда ставкам больше некуда снижаться

За последние два года центральные банки во всем мире резко понизили ставки интервенции (в некоторых случаях до нуля), исчерпав возможности для их снижения. Тем не менее, они находят нетрадиционные пути, чтобы продолжать либерализовать политику.

Один из подходов заключался в покупке финансовых инструментов в больших объемах на рынке. Эта так называемая *количественная либерализация* увеличивает размеры баланса центрального банка и вливает новые денежные средства в экономику. Банки получают дополнительные резервы (депозиты, которые они хранят в центральном банке), и денежная масса возрастает.

Тесно связанный с предыдущим вариант, *кредитная либерализация*, также может увеличить размеры баланса центрального банка, но в нем больший упор делается на *структуру* этого баланса, то есть виды приобретаемых активов. В ходе текущего кризиса многие конкретные кредитные рынки оказались блокированными, и результатом было то, что механизм процентной ставки не работал. Центральные банки отреагировали на это при помощи мер, напрямую нацеленных на эти проблемные рынки. Например, ФРС создала специальный механизм для покупки коммерческих ценных бумаг (корпоративных долговых обязательств с очень короткими сроками), с тем чтобы обеспечить предприятиям непрерывный доступ к оборотному капиталу. Она также закупала ценные бумаги, обеспеченные ипотеками, для поддержки финансирования жилья.

Некоторые утверждают, что кредитная либерализация слишком приближает денежно-кредитную политику к промышленной политике, поскольку центральные банки обеспечивают поток финансирования в различные части рынка. Но количественная либерализация носит не менее противоречивый характер. Она связана с покупкой более нейтральных активов, таких как государственный долг, но смещает операции центрального банка в направлении финансирования дефицита государственного бюджета, возможно, ставя под сомнение его независимость.

В настоящее время, когда глобальная экономика, как представляется, восстанавливается, основное внимание переключается на разработку стратегии выхода: каким образом центральные банки могут свернуть свои чрезвычайные операции по интервенции и ужесточить политику, с тем чтобы инфляция не превратилась в проблему в будущем? ■

Коши Матай — постоянный представитель МВФ в Шри-Ланке.



«Набираем» экономический рост

Портативные устройства помогают странам с молодой экономикой перескочить через поколение экономического развития

Мужчина с мобильным телефоном в Раджастане, Индия.

В О ВСЕХ развивающихся странах мобильные телефоны помогают перескочить через ранее считавшийся неизбежным этап экономического развития: создание национальной почтовой службы и наземных средств телекоммуникаций. Сокращающаяся стоимость устройств, простота использования и непрерывно расширяющееся покрытие мобильной телефонии позволяют развивающимся странам «перепрыгнуть» через этап экономической эволюции, на прохождение которого ранее уходили десятилетия. Мобильные телефоны вызвали революцию процесса экономического развития. Эти относительно недорогие персональные портативные устройства связи расширяют возможности низовых агентов развития, превращая бывших функционеров, зависевших от прерывистого потока информации, поступающей из отдаленных мест, в ключевых деятелей, принимающих решения на основе прямого доступа к необходимым им сведениям.

Менее чем за одно поколение мобильная телефония преобразила сельское хозяйство, маркетинг, рыболовство, грузовую логистику, ирригацию, банковское дело и малый бизнес в развивающихся странах. Но существуют высокие авансовые затраты и опасные риски, сопряженные с созданием сетей мобильной телефонии в развивающихся странах. В начале данной статьи Оливье Ламбер проводит анализ того, как обеспечиваются и поддерживаются прямые иностранные инвестиции в телекоммуникационный сектор развивающихся стран. Затем Элизабет Литлфилд рассматривает функцию мобильной телефонии как, возможно, самого высокого потенциального мультипликатора развития — функцию мобильного банковского обслуживания. В статье показывается, как после того, как будут обеспечены инвестиции в телекоммуникационный сектор и мелкие экономические агенты получат легкий мобильный доступ к катализатору финансового посредничества, неизбежно начнется более быстрое экономическое развитие.

Цена уменьшения дистанции

Оливье Ламбер

Преимуществом «большого скачка» в развитии является то, что развивающиеся страны могут перескочить через определенные этапы экономического или технологического развития, которые ранее неизбежно должны были проходить страны, встающие на путь индустриализации. Таким образом, во многом сельскохозяйственные и ориентированные на экспорт первичной продукции страны теперь могут быстро создавать современные крупномасштабные системы беспроводной связи. Однако параллельно со «старомодным» поэтапным развитием происходил и столь же поэтапный и постепенный рост финансовых потребностей. Недостатком «большого скачка» является то, что он требует уже на раннем этапе значительных затрат капитала и вложений в инфраструктуру еще до того, как будет получена какая-либо прибыль. Поэтому большое значение приобретают гарантии инвестиций.

По прошествии почти десятилетия конфликтов и политической нестабильности западноафриканское государство Гвинея-Бисау является одной из наиболее бедных стран в ми-

ре. Гражданская война и государственный переворот оставили за собой разрушенную физическую инфраструктуру, ослабленный потенциал администрирования и реализации политики, экономически неприемлемый дефицит бюджета и высокую зависимость от поддержки доноров. Однако страна граничит с более устойчивым и преуспевающим соседом, Сенегалом. Сенегальский телекоммуникационный оператор Sonatel инвестировал 25,8 млн долл. США в полностью цифровую сеть сотовой связи в Гвинею-Бисау, которая была введена в эксплуатацию в мае 2007 года. Sonatel имел партнера по этому проекту — Многостороннее агентство по инвестиционным гарантиям (МИГА), подразделение Всемирного банка, предоставляющее гарантии от политического риска.

МИГА выдало гарантию Sonatel для его инвестиций в акционерный капитал и кредита акционера дочернего предприятия в Гвинею-Бисау, Orange Bissau. Sonatel застрахован от рисков ограничения прав трансфера, экспроприации, нарушений, связанных с военными и гражданскими конфликтами, и нарушений контракта. Инвестиции Sonatel охватывают установку, эксплуатацию и обслуживание сотовой сети, а также создание сети телефонов-автоматов и предоставление услуг Интернета, которые имеют большое значение для Гвинеи-Бисау, страны, в которой на

Новые сети

Рынок мобильных телефонов является особенно важным для развивающихся стран, в которых в ближайшие годы будут находиться практически все новые клиенты мобильной связи.

(Количество абонентов мобильной телефонной связи в развитых и развивающихся странах, в миллионах человек)



Источник: International Telecommunication Union (ITU), World Telecommunication/ICT Database.

протяжении длительного времени производились очень малые инвестиции. На конец 2008 года сеть имела 60 000 абонентов.

В проведенном Всемирным банком исследовании (World Bank, 2009) подтверждается тот постулат, что информационно-коммуникационные технологии служат инструментом экономического роста. В нем указывается на важность мобильной связи в сельских районах, в которых проживает почти половина мирового населения и 75 процентов бедных во всем мире. «Мобильность, простота использования, гибкая конфигурация и относительно низкая и снижающаяся стоимость развертывания позволяют обеспечивать услугами беспроводных технологий сельское население с низкими уровнями дохода и грамотности. Следующим миллиардом абонентов мобильной связи в основном станут бедные люди, проживающие в сельской местности».

Поколение М

Рынок мобильных телефонов является особенно важным для развивающихся стран, которые в ближайшие годы обеспечат практически всех новых мобильных абонентов (см. рисунок и вставку 1). МИГА поддержало инвестиции в телекоммуникации в Бенине, Центральноафриканской Республике (ЦАР), Гане, Гвинее, Гвинее-Бисау, Мали, Мавритании, Нигерии и Сьерра-Леоне.

ЦАР, которая заняла 180-ое место из 181 в исследовании Всемирного банка «Ведение бизнеса» 2009 года, было трудно привлечь иностранные инвестиции. В 2008 году МИГА выдало гарантию на 37,9 млн долл. США на цели установки, эксплуатации и обслуживания современной телекоммуникационной сети в ЦАР. Гарантия покрывает 90 процентов вложений инвестора в акционерный капитал, защищая от рисков ограничения прав трансфера, экспроприации, нарушений, связанных с военными и гражданскими конфликтами, и нарушений контракта. Проект имеет жизненно важное значение для экономического развития страны, которая не имеет выхода к морю и в которой стационарная телефонная связь не доступна даже 1 из 100 человек населения. Абоненты получили доступ к связи при надежном обслуживании и уменьшении его стоимости благодаря возросшей конкуренции и предложению различных продуктов (см. вставку 2). Менее чем за год в сети Orange Centrafrique появилось 127 000 абонентов, что указывает на наличие активной потребительской базы. ■

В ближайшем М-банке

Элизабет Литлфилд

Мобильные телефоны могут служить платформой для привлечения граждан страны в формальную финансовую систему, напрямую интегрируя их, таким образом, в процесс экономического развития. Финансовые учреждения в настоящее время предлагают услуги мобильных банковских систем,

Вставка 1

Портативное развитие

Всего одно десятилетие тому назад в мире были страны, в которых вообще не было мобильной телефонной связи. С тех пор беспроводная телефонная связь распространилась на весь мир. Количество абонентов мобильной телефонной связи резко возросло, с 1 миллиарда человек в 2002 году до приблизительно 4,1 миллиарда человек к концу 2008 года, что превышает половину населения мира. Наиболее высокие темпы роста были достигнуты в странах с низкими доходами. В Африке клиентская база мобильной телефонной связи возросла со всего 1 из 50 человек в начале века до 28 процентов.

Проведенное Всемирным банком исследование (World Bank, 2009b) показывает, что этот рост был обеспечен главным образом новой беспроводной технологией и либерализацией телекоммуникационных рынков, что позволило быстрее и с меньшими затратами создавать новые сети. Общее количество мобильных телефонных аппаратов в мире превышает количество телефонных аппаратов фиксированной связи в 2002 году, и мобильные телефоны в настоящее время являются самой широкой в мире дистрибутивной платформой.

Вставка 2

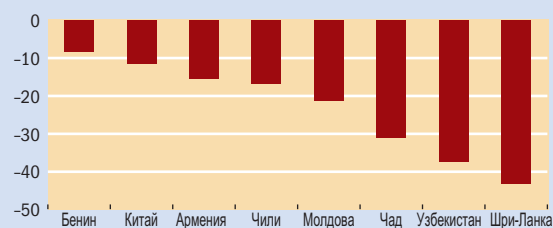
Более дешевые звонки

Цена доступа к информационно-коммуникационным технологиям (ИКТ) продолжает снижаться благодаря научно-техническому прогрессу, расширению рынков и возрастающей конкуренции, что представляет собой особенно важную тенденцию с точки зрения обеспечения доступа населения развивающихся стран ко всем услугам ИКТ. В проведенном Всемирным банком исследовании (World Bank, 2009b) указывается, что резкое понижение цены в последние годы способствовало быстрому расширению использования мобильных телефонов во многих странах (см. рисунок). Более широкое использование услуг с предоплатой позволяет клиентам мобильной связи производить небольшие платежи, вместо того чтобы брать на себя обязательства фиксированной месячной абонентской платы, что обеспечивает увеличение клиентской базы в бедных и сельских районах.

Стабильный прием

Резкое понижение цены в последние годы способствовало быстрому расширению использования мобильных телефонов во многих странах.

(Среднегодовое изменение цены на услуги мобильной телефонной связи, в процентах)



Источник: ITU, World Telecommunication/ICT Indicators Database.

Примечание. Цена на корзину услуг мобильной телефонной связи основывается на определении низкого пользователя услуг Организации экономического сотрудничества и развития и рассчитывается на основе цены на предоплаченные 25 телефонных соединений в месяц, распределенных между соединениями с абонентами той же мобильной сети, абонентами других мобильных сетей и абонентами фиксированных сетей, а также между соединениями в пиковое время, непиковое время и выходные дни.

которые позволяют клиентам переводить средства их родственникам или фирмам, часто радикально снижая стоимости операций. Десять лет назад под «мобильным банковским обслуживанием» или М-банками, возможно, понимались микроавтобусы, которые служили банковскими отделениями на колесах. Сегодня под мобильным банковским обслуживанием понимаются мобильные телефоны и другие беспроводные устройства, через которые предлагаются базовые услуги по переводу средств на всех континентах. У бедных домашних хозяйств

более сложные финансовые потребности, чем многие полагают. Они экономят, покупая строительные материалы или скот, получают авансы под похоронные общества или от магазинов, получают денежные переводы от работников-мигрантов, депонируют средства у соседей. В работе Collins and others (2009) было показано, что домашние хозяйства в Бангладеш пользуются, по крайней мере, четырьмя неофициальными и официальными финансовыми услугами, а треть населения — более чем десятью услугами. Большинство из этих услуг являются неудобными, дорогостоящими и рискованными.

Применение технологии для оказания услуг позволяет уменьшить их стоимость и повысить их безопасность и удобство для бедных, обеспечивая коммерческую целесообразность их обслуживания. Кормильцы семей, которые работают в городах и ранее везли наличные деньги домой в свои деревни, теперь могут с помощью мобильных телефонов электронно переводить деньги домой, экономя, таким образом, время и средства. Путешественники, которые ранее рисковали быть ограбленными, теперь перед дальней поездкой кладут деньги на мобильные телефоны и затем снимают их у агента в пункте назначения.

Сегодня бесфилиальные банковские каналы широко принимаются как способ распространения банковской системы на сельские и отдаленные районы. Банковские корреспонденты — или агенты, — работающие при почтовых отделениях, АЗС или небольших семейных магазинах все чаще рассматриваются как способ преобразования электронных сообщений с телефонов или карточек на терминалах пунктов розничной торговли в наличные средства, выдаваемые на руки бедным. Идет параллельное развитие технологии и бизнес-моделей для введения соответствующих услуг для клиентов. Консультативная группа по оказанию помощи бедным (КГПБ), независимый центр по вопросам политики и проведению исследований при Всемирном банке, на основании проведенного исследования сделала вывод о том, что свыше миллиарда человек в мире имеет мобильные телефоны, но не имеет банковского счета. Согласно оценке, содержащейся в исследовании, проведенном по 147 странам ассоциацией Group Spéciale Mobile, к 2012 году до 360 миллионов человек из числа этих необслуживаемых банками бедных людей могут стать абонентами финансовых услуг, основанных на применении мобильных телефонов. Операторы мобильных сетей знают об этом, и фактором, который мотивирует их работать с бедными странами, служит то, что рынки в богатых странах уже насыщены и прибыль с одного пользователя сокращается. Операторы также знают, что благодаря банковскому обслуживанию через мобильные телефоны снижается вероятность перехода клиентов к другим провайдерам.

Легче, быстрее, дешевле, безопасней

Наибольшего успеха с точки зрения популярности у клиентов к настоящему времени добилась система М-PESA в Кении, количество абонентов которой всего за немногим более двух лет достигло свыше 6,5 миллионов человек. Она стала предпочтительным способом перевода денежных средств у 50 процентов кенийцев. Через эту систему в среднем ежедневно переводится 150 млн кенийских шиллингов (1,96 млн долл. США), в основном небольшими суммами, которые в среднем на одну операцию составляют всего 1500 кенийских шиллингов (20 долл. США). Подготовленный КГПБ анализ, а также проведенное неправительственной организацией «Углубление финансового сектора в Кении» исследование показывают, что пользователям нравится то, что эта система является более быстрой, легкодоступной и надежной, чем любая другая система. Однако самым важным фактором, вероятно, является стоимость, так как эта система дешевле альтернативной официальной системы на 45 процентов. За перевод 25 долл. США почтовая служба взимает комиссию в 5 процентов, Western Union — 57,5 процента, а М-PESA — 2,8 процента. Другими словами, пользуясь М-PESA, бедные в Кении еженедельно получают 4 млн долл. США.

Однако менее 1 из 10 клиентов банковского обслуживания через мобильные телефоны действительно являются бедными, незнакомыми с банковскими операциями и проводящими какие-либо иные операции, кроме осуществления платежей и перевода средств. Большинство новых услуг, в особенности если они предлагаются под началом существующих банков, обеспечивают более удобные способы оплаты счетов для существующих клиентов и позволяют снизить нагрузку на банковские отделения. Для того чтобы охватить новых бедных клиентов более широким диапазоном мобильных финансовых услуг, необходимо учитывать их потребности и предпочтения при разработке продуктов, формировании цен и определении маркетинговых стратегий. Программное обеспечение должно интуитивно подлаживаться под различные культурные условия. Аппаратные средства должны обладать свойствами, обеспечивающими их практическое использование в сельской местности, где электроснабжение может быть ограниченным.

Увеличение числа абонентов М-банков маловероятно в отсутствие торговцев, выступающих в роли банковских агентов. Стимулами для агентов будут служить получаемые ими комиссионные и, возможно, увеличение притока покупателей в их магазинах. Комиссионные за М-банковское обслуживание по-прежнему ниже дохода, получаемого торговцами от других продуктов. На Филиппинах агенты получают прибыль в размере 10–12 процентов с продаж зубной пасты, но только 1–3 процента с операций получения наличных от М-банков. Однако сведения, поступающие из других стран, показывают, что с развитием М-банков увеличение объема и стоимости операций более чем покрывает эту разницу.

Роль директивных органов

Правительства все шире признают, что слияние банковских операций с технологией открывает возможности для расширения доступа к финансам. Перед органами регулирования встанет пять важных задач.

- Предоставление небанковским агентам, таким как местные магазины, права предлагать клиентам услуги депонирования и получения наличных средств. Согласно оценкам, 65 процентов стран, которые разрешают использовать услуги агентов, *предоставляют агентам право обращаться с депозитами.*
- Принятие основанных на степени риска правил для борьбы с отмыванием денег и пресечением финансирования терроризма. Многие страны в настоящее время разрешают агентам *проводить проверки клиентов.*

- Определение *роли небанковских агентов* в эмиссии электронных денег и обработке электронных платежей.
- Защита клиентов от новых рисков, связанных с моделями *бесфилиального банковского обслуживания.*
- *Принятие политики в отношении конкуренции,* которая поощряет инновации, но защищает от появления «недружественных к клиентам» монополий.

Во все большем числе стран технология производит революцию в том, каким способом люди получают базовые финансовые услуги. Для того чтобы бедные могли воспользоваться технологией для получения доступа к финансовым услугам, потребуется проведение работы на многих уровнях. Однако возможности беспрепятственного участия в этом процессе, быстро растущая клиентская база и неоспоримые экономические преимущества уже обеспечили широкое распространение мобильной телефонии как инструмента развития. ■

Оливье Ламбер—руководитель Сектора телекоммуникаций Многостороннего агентства по инвестиционным гарантиям Группы организаций Всемирного банка; Элизабет Литлфилд—руководитель Консультативной группы по оказанию помощи бедным Группы организаций Всемирного банка.

В процессе изменений

**МВФ создал новую
систему для поддержки
стран с низкими доходами**

Эдвард Джемайель и Самар Мазиад

В СВЯЗИ с распространением мирового финансового кризиса от развитых на развивающиеся страны МВФ провел беспрецедентную реформу своей политики в отношении стран с низкими доходами: ее кульминацией стало объявление о выделении значительного объема новых ресурсов, основанных на новых кредитных инструментах.

Эти масштабные усилия привели к изменению взаимоотношений МВФ с государствами-членами, которые стремятся преодолеть воздействие кризиса, возникшего не по их вине. Инициатива стала отражением тесных консультаций со странами, имеющими низкие доходы; она отвечает на призыв глав государств Группы двадцати промышленно развитых стран и стран с формирующимся рынком своевременно реализовать меры политики для обеспечения потребностей развивающегося мира.

Усилия по осуществлению реформы позволили существенно увеличить объем финансовых ресурсов, доступных странам с низкими доходами; вызвали пересмотр кредитной основы МВФ; упростили предъявляемые условия кредитования; до 2011 года включительно снизили до нуля взимаемые проценты по льготным кредитам МВФ для стран с низкими доходами, одновременно закрепив льготный характер кредитования Фондом таких стран.

Широкая поддержка

За последние два десятилетия страны с низкими доходами широко пользовались льготными механизмами кредитования МВФ, и большинство из них добились заметного улучшения макроэкономических показателей деятельности и высоких темпов экономического роста. Фактически из 78 стран, которые в настоящее время соответствуют критериям участия в механизме финансирования на цели сокращения бедности и содействия экономическому росту (ПРГФ), четыре пятых получили финансирование МВФ, а три четверти пользовались поддержкой в рамках ПРГФ или его предшественника. За период с 2000 по 2007 годы страны с низкими доходами при постоянном взаимодействии с МВФ (в течение 10 лет или более) достигли высоких темпов роста реального ВВП (в среднем 5,3 процента), который опирался на приток прямых иностранных инвестиций в размере 4,2 процента ВВП и потоки помощи в объеме 12 процентов ВВП; наряду с этим средняя инфляция в 2007 году удерживалась на уровне 6,9 процента, а среднее бремя задолженности — ниже 40 процентов ВВП.

В то же время текущий мировой финансовый кризис грозит уничтожить с таким трудом достигнутые успехи многих стран, имеющих низкие доходы. Этот кризис возник в развитых странах, а затем распространился на страны с формирующимся рынком, и теперь его третья волна угрожает внушительным экономическим достижениям, которые в последнее десятилетие отмечались во многих странах с низкими доходами. В начале этого года МВФ в своем исследовании воздействия кризиса на страны с низкими доходами предупреждал о том,

что финансовый кризис в сочетании с резким повышением цен на продукты питания и топливо в 2008 году привел к весьма значительному увеличению потребностей в финансировании; если они не будут удовлетворены, это станет причиной еще более глубокого обнищания миллионов людей в странах с низкими доходами. Международное сообщество, включая МВФ, продемонстрировало твердую решимость не допустить такое развитие событий.

Именно в этих условиях МВФ пересмотрел ряд аспектов своей финансовой поддержки стран с низкими доходами, и в результате 23 июля 2009 года Исполнительный совет МВФ утвердил исторический пакет реформ по совершенствованию своих льготных финансовых механизмов для государств-членов с низкими доходами.

Выполнение обещаний

Утвердив эти меры, МВФ изменил характер своих взаимоотношений со странами, имеющими низкие доходы, и непосредственно отреагировал на международный консенсус в отношении действий в условиях мирового кризиса. В марте 2009 года президент Танзании Джакайя Киквете и Директор-распорядитель МВФ Доминик Стросс-Кан созвали в Дар-эс-Саламе конференцию для решения указанных проблем. В ходе совещания МВФ принял на себя обязательство усилить поддержку, предоставляемую государствам-членам с низкими доходами, за счет увеличения финансирования, повышения гибкости, расширения политического диалога и дальнейшего укрепления прав голоса в МВФ стран с низкими доходами. Эти обязательства были изложены на саммите Группы двадцати в Лондоне в апреле 2009 года; также г-н Стросс-Кан предложил странам-донорам оказать содействие значительному расширению льготного кредитования МВФ. После недавнего утверждения комплексного пакета реформ МВФ выполнил принятые обязательства.

Реформы, которые обеспечат большую гибкость кредитных инструментов МВФ и их адаптацию к растущему разнообразию стран с низкими доходами, базируются на четырех факторах:

- увеличение объема ресурсов, доступных странам с низкими доходами;
- улучшение финансовых условий и постоянное расширение льгот;
- реформирование кредитных инструментов для стран с низкими доходами и увеличение их гибкости; и
- усиление деятельности, направленной на сокращение бедности и экономический рост.

Значительное увеличение объема ресурсов. В месяцы, предшествовавшие утверждению новой архитектуры Исполнительным советом, МВФ уже предпринял шаги, направленные на существенное увеличение своей помощи государствам-членам с низкими доходами. В период до 2014 года МВФ согласился увеличить льготные ресурсы почти на 17 млрд долларов США, в том числе от продажи золота МВФ, в период до 2014 года. Ожидается, что

в 2009 и 2010 годах кредиты МВФ странам с низкими доходами достигнут 4 млрд долларов США в год по сравнению с 1,2 млрд долларов США в 2008 году, что превысит предложение Группы двадцати по дополнительному кредитованию в размере 6 млрд долларов США в течение последующих двух-трех лет. Для отдельных стран примерно вдвое увеличился лимит суммы финансирования, которую они могут получать от МВФ на годовой основе.

Члены МВФ также поддержали выделение 250 млрд долларов США на специальные права заимствования (СДР), которые будут распределены между всеми государствами-членами в соответствии с их квотами в МВФ. Это будет соответствовать распределению СДР более чем на 18 млрд долларов США в странах с низкими доходами с целью поддержания их валютных резервов и ослабления финансовых ограничений.

Вместе с тем для выполнения новых финансовых обязательств МВФ нужно получить от существующих и потенциальных двусторонних кредиторов дополнительные ссудные ресурсы в размере 14 млрд СДР. С этой целью была начата активная деятельность по привлечению средств, направленная на мобилизацию необходимых ресурсов. Кроме того, дополнительные ресурсы на субсидии в размере 2,8 млрд долларов США будут мобилизованы из внутренних ресурсов МВФ, в том числе ресурсов, связанных с предполагаемыми продажами золота, а также за счет двусторонних взносов, призванных помочь покрыть затраты на льготные процентные ставки.

Новые гибкие механизмы. Июльское решение Исполнительного совета также изменило структуру механизмов кредитования стран с низкими доходами с целью повышения их эффективности и сделало инструменты льготного кредитования МВФ более гибкими и приспособленными к растущему разнообразию его беднейших государств-членов. В рамках данных изменений признается, что, хотя многие страны с низкими доходами для решения экономических проблем по-прежнему будут нуждаться в устойчивых программных взаимоотношениях с МВФ, все большему их числу финансовая поддержка МВФ, возможно, будет требоваться лишь в особо сложные моменты (такие как текущий кризис) либо они могут посчитать разумным подать предварительную заявку на получение помощи в настоящее время на случай, если она понадобится впоследствии. В новой структуре также вводится единый инструмент, который обеспечивает ограниченное финансирование стран, оказавшихся в различных чрезвычайных обстоятельствах; это упрощает набор инструментов МВФ и восполняет пробелы, которые существовали в ранее действовавшей структуре. Данные реформы стали, прежде всего, результатом изучения мнения государств-членов МВФ с низкими доходами и реакцией на их расширяющиеся и разнообразные потребности.

Ниже представлены компоненты новой структуры, которая создана в рамках вновь образованного трастового фонда механизма финансирования на цели сокращения бедности и содействия экономическому росту (ППРТ).

- **Механизм расширенного кредитования (ЕСФ)**, преемник ПРГФ, позволит МВФ обеспечивать устойчивое участие в программе и финансирование стран, которые испытывают продолжительные трудности, связанные с платежным балансом.

- **Механизм кредитования «стэнд-бай» (ССФ)**, аналогичный договоренности о кредите «стэнд-бай» (СБА), которая широко доступна всем членам МВФ, будет обеспечивать финансовую помощь и поддержку политики из целого ряда источников в отношении стран с низкими доходами, имеющих краткосрочные или эпизодические потребности в финансировании. Он также допускает использование на случай непредвиденных обстоятельств в ситуациях, когда существует лишь вероятность, а не реальная потребность в финансировании.

- **Механизм быстрого кредитования (РСФ)** будет обеспечивать ограниченный объем финансирования на смягченных условиях в ответ на возникшие срочные потребности. Это особен-

но удобно в ситуациях, когда страны нуждаются лишь в краткосрочном финансировании, или в случае ограниченных возможностей страны по проведению политики.

В дополнение к перечисленным механизмам, нефинансовым инструментом МВФ для поддержки политики в странах с низкими доходами будет оставаться Инструмент для поддержки экономической политики (ПСИ); при необходимости он также может способствовать доступу к ССФ и РСФ.

Набор возможных вариантов. Эти изменения предоставляют странам возможность выбрать механизм кредитования, который позволит оптимальным образом решить их проблемы. Так, Мозамбик и Танзания, действуя в рамках успешных программ, поддержанных ПРГФ, добились макроэкономической стабилизации и высоких темпов роста. Затем обе страны перешли на ПСИ, чтобы консолидировать свои экономические достижения, не прибегая к финансированию МВФ. Однако в результате воздействия мирового финансового кризиса они, подобно многим другим странам, обратились к МВФ за финансовой помощью по механизму финансирования для преодоления внешних шоков. В рамках новой архитектуры Мозамбик и Танзания в аналогичных экономических обстоятельствах будут, например, способны воспользоваться ССФ. Кроме того, они смогут использовать его в случае непредвиденных обстоятельств при возможной, но не являющейся неизбежной финансовой потребности.

Современные условия кредитования

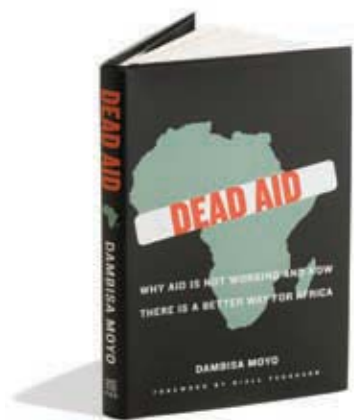
Более гибкие условия. Появлению новых механизмов предшествовало в этом году решение МВФ ввести более гибкий подход к предъявляемым структурным условиям во всех программах, поддерживаемых МВФ, что подчеркивает основные цели, отражающие специфику каждой страны, предлагая в то же время больше свободы действий по необходимым мерам политики.

Улучшение финансовых условий и расширение льгот. В ответ на особенно серьезные экономические диспропорции, вызванные текущим кризисом, страны с низкими доходами также получают исключительное освобождение от всех процентных платежей по непогашенным льготным кредитам, подлежащим уплате МВФ до конца 2011 года, — по сути, на эти кредиты до конца 2011 года устанавливается нулевая процентная ставка. Кроме того, процентная ставка по трем указанным механизмам впоследствии будет периодически пересматриваться в рамках процесса, призванного обеспечить более широкие льготы по сравнению с теми, что МВФ предоставлял в прошлом.

Акцент на вопросах сокращения бедности. Новая архитектура, включающая три механизма, будет обеспечивать сохранение практики акцентирования внимания на вопросах сокращения бедности и экономического роста. Страны, стремящиеся получить финансовую поддержку МВФ, должны указывать, каким образом их программа экономической политики будет способствовать сокращению бедности и экономическому росту. Кроме того, разработанные странами стратегии сокращения бедности будут оставаться основой устойчивых программных отношений с МВФ в рамках ЕСФ. Там, где это возможно, программы будут включать конкретные цели, призванные гарантировать защиту социальных и других приоритетных расходов. До настоящего времени в ходе текущего кризиса программы, поддерживаемые МВФ, учитывали более крупные бюджетные дефициты в большинстве стран с низкими доходами, с тем чтобы помочь компенсировать неблагоприятные эффекты воздействия кризиса. При этом многие программы уже включали четко поставленные цели сохранения или увеличения социальных расходов. ■

Эдвард Джемейль и Самар Мазиад — экономисты Департамента по вопросам стратегии, политики и анализа МВФ.

Тезисы ортодоксального возрожденчества



Dambisa Moyo

Dead Aid

Why Aid Is Not Working and How There Is a Better Way for Africa

Farrar, Straus and Giroux, New York, 2009, 188 pp., \$24.00 (paper).

В ЭТОМ широко обсуждаемом нападении Дамбисы Мойо на систему помощи — в противоположность тому, что Вы, возможно, слышали, — вовсе не говорится, что вся помощь должна прекратиться через пять лет. Мойо действительно ставит риторический вопрос о последствиях быстрого прекращения всей помощи, но на стр. 76 четко разъясняется, что она действительно рекомендует: уделять гораздо больше внимания использованию помощи для стимулирования механизмов финансирования, отличных от помощи, с тем чтобы со временем помощь могла сократиться и была достигнута конечная цель — «мир, свободный от помощи».

Для оценки убедительности этой книги нам необходимо понимать, что она — не о том, как следует развиваться Африке; она о том, какие механизмы финансирования ведут к лучшим результатам развития в Африке. Мойо определяет помощь как систематические денежные трансферты правительствам в форме грантов или льготных ссуд — за исключением гуманитарной, экстренной и благотворительной помощи, поступающей непосредственно нуждающимся. Ее задача состоит в том, чтобы показать, что определенная таким образом помощь не может существенно расширить экономические возможности простых африканцев и что лишь набор альтернативных механизмов финансирования развития существенно расширил бы экономические возможности простых африканцев.

Заканчивая чтение этой книги, я выношу из нее три заключения: содержание в ней обвинение против системы помощи является ее наиболее убедительным и наименее оригинальным вкладом; предлагаемая в ней альтернатива системе помощи наиболее оригинальна и наименее убедительна. По двум этим причинам главное значение этой книги связано, должным образом, не с тем, что в ней написано, а с тем, кто ее написал. Поясню каждый из этих пунктов.

Во-первых, в книге совершается резкое нападение на ряд мифов и глубоких недостатков системы помощи.

В общем случае эти обвинения до определенной степени точны, хорошо обоснованы и ценны. Приведу лишь несколько из них. У доноров никогда не было веских оснований для применения уроков, извлеченных из успехов плана Маршалла по реконструкции богатой Европы, для преобразования бедного континента. Донорам часто не удавалось создать механизмы, четко и убедительно наказывающие за сбой в эффективном предоставлении помощи или надежно ограничивающие помощь коррумпированным режимам. Последний долговой кризис был в меньшей степени знаком отсутствия у доноров альтруистического стремления к прощению долга, нежели знаком того, что предыдущие раунды прощения долга не смогли затронуть фундаментальных проблем. Обоснование помощи чувством вины и модой несовместимо с обеспечением строгой подотчетности за результаты. Индустрия помощи явно заинтересована в том, чтобы представлять Африку как беспомощный и нуждающийся регион — образ, напрямую подрывающий усилия по привлечению частных инвестиций.

Эти снаряды, к сожалению, попадают в самую точку. Разумеется, они не оригинальны: как указывает Мойо, эти аргументы излагались раньше и весьма убедительно в широко известных читателям книгах такими авторами, как Питер Бауэр, Уильям Истерли, Николас ван де Валле, Эберхард Ройссе, Дэйвид Согги и многими другими. Поэтому их ценность здесь заключается в громком напоминании миру о том, что многие проблемы, которые часто обходятся в учтивых разговорах, остаются неразрешенными — и заслуживают нового неотложного внимания.

Во-вторых, в книге предлагаются четыре альтернативных пути финансирования развития в Африке. Здесь изложение предстает как бодрящий и вызывающий «мозговой штурм». Но как программа политики эта книга вызывает сомнения, так как она отнюдь не содержит достаточных доказательств того, что рекомендуемые в ней реше-

тельные изменения в механизмах финансирования существенно улучшат результаты развития. Если эти предложения и правильны, в книге это не показано.

• Мойо считает, что большее число африканских стран и фирм должно получить рейтинги облигаций и использовать частные облигационные рынки. Читатели не узнают о том, что многие малые и бедные страны Африки, включая Бенин, Мали и Малави, уже имеют суверенные рейтинги, присвоенные им агентствами Fitch или Standard & Poor's (рейтинги, за которые заплатили (гм!) донорские организации, как заметил Тодд Мосс). Кроме того, не вполне установлено, что крупные объемы частного капитала начинают поступать в страну лишь благодаря появлению рейтинга облигаций. В исследовании, которое провел Дилип Рата, показано, что значительную часть дисперсии рейтингов для не имеющих рейтинга стран легко можно предсказать на основе существующей, свободно доступной информации об этих странах, поэтому нет уверенности в том, что рейтинг как таковой расскажет инвесторам много такого, что им еще неизвестно. И одна из двух стран, которые представляются в книге как примеры успешного привлечения крупномасштабного облигационного финансирования — Габон (стр. 93), — к сожалению, относится к самым нижним 12 процентам стран планеты по показателю «контроля над коррупцией», согласно проекту Всемирного банка «Значение государственного управления» (*Governance Matters*). Просто это не согласуется с жестким тезисом книги о том, что «помощь — это и есть проблема», и что другие формы финансирования позволяют решить «эту проблему».

• В книге *Dead Aid* высказывается похвала китайскому правительству за его содействие прямым иностранным инвестициям (ПИИ) в Африке, и говорится, что другие доноры должны следовать их примеру, но что предоставляемая ими помощь препятствует ПИИ. Читатели будут правы, если задумаются о приводимых Мойо данных о том, что 78 процентов танзанийцев считают влияние Китая полезным, тогда как влияние США считают полезным лишь 36 процентов. Но все эти лавры, отдаваемые Китаю, отвлекают нас от того, чтобы поставить другие вопросы: почему крупные потоки помощи из Китая, сопровождающие китайские ПИИ, не приносят такого же явного вреда, что и другая помощь? И если помощь Запада препятствует западным ПИИ, почему она не препятствует китайским ПИИ? В более качественном обсуждении внимания заслуживало бы на том, какие ограниченные успехи и серьезные проблемы возникали

в ходе длительных попыток стимулировать ПИИ, например, тех, которые принимались Многосторонним агентством инвестиционных гарантий или Корпорацией зарубежных частных инвестиций США.

• Мойо рекомендует, чтобы страны-доноры перестали подрывать африканский экспорт, в частности снизив свои щедрые субсидии на сельскохозяйственные продукты, такие как хлопок и сахар. Это похвально, но имеется очень мало доказательств того, что снижение остающихся торговых барьеров приведет к «большому взрыву» в Африке. Нэнси Бэрдселл, Дэни Родрик и Арвинд Субраманиян указывали, что девальвация валют 14 африканских стран в 1994 году — которая мгновенно удвоила внутреннюю стоимость всего экспорта, — практически не обеспечила устойчивого сокращения бедности для фермеров-хлопководов в Западной Африке.

• Наконец, Мойо рекомендует мобилизовать собственный капитал Африки — например, путем расширения микрорекредита и снижения затрат на пересылку денежных переводов работников из других стран. Эти, возможно, хорошие идеи о финансировании заслуживают более пристального внимания, но опять же неясно, насколько они смогут улучшить результаты развития. Джонатан Мордух и Дэйвид Рудман строго доказали, что, несмотря на блестящую репутацию микрокредита в кругах, занимающихся вопросами развития, данные о масштабах его воздействия в плане преодоления бедности остаются до странности скудными. А сокращение затрат на пересылку денежных переводов на несколько процентных пунктов будет иметь ограниченный эффект для потоков денежных переводов до тех пор, пока страны не позволят большему числу африканцев мигрировать — например, если Экономическое сообщество Западноафриканских государств действительно внедрит в практику признанные де-юре протоколы о свободном движении рабочей силы, или если богатые страны-доноры расширят возможности для временной работы африканцев.

Вместе с тем в рекомендациях книги звучат оптимистические ноты: увеличение выпуска «коллективных облигаций» позволило бы увеличить капитал для многих малых стран, одновременно объединив риски и снизив транзакционные барьеры, вслед за новым Панафриканским фондом по развитию инфраструктуры Южной Африки. Следует уделять значительно больше внимания обеспечению базовой инфраструктуры, необходимой Африке для международной интеграции, например, строительству и текущему ремонту основных автодорог и линий электропередачи. Общее в этих оптимистических

нотах то, что они напрямую затрагивают фундаментальную проблему развития Африки к югу от Сахары, заключающуюся в том, что экономика, которая значительно меньше в долларовом выражении, чем экономика американского города Чикаго, раздроблена на 48 отдельных стран. Экономика Чикаго никогда бы не справилась с такой участью без мощных финансовых и других механизмов, обеспечивающих ее районам возможность для совместной работы.

«Книгу существенно ослабляет ряд заявлений, которые слишком резки, чтобы их можно было доказательно обосновать».

Коллективные облигации, дороги и миграция в этом отношении служат на благо Африки.

Книгу существенно ослабляет ряд заявлений, которые слишком резки, чтобы их можно было доказательно обосновать. Ее железная настойчивость в утверждении того, что помощь «гарантирует экономический крах», с трудом согласуется с тем фактом, что многие страны Африки, в которых помощь составляет гораздо больше 10 процентов ВВП, в последнее десятилетие демонстрировали устойчивый реальный рост, в том числе Гана, Танзания, Мали, Буркина-Фасо, Мозамбик и Уганда. Как отмечали многие рецензенты, книге требовалась более тщательная проверка фактов, и она содержит многочисленные достойные сожаления ошибки: например, в ней утверждается, что «объем донорской помощи Африке медленно сокращается», в то время как, по данным Организации экономического сотрудничества и развития, потоки помощи в страны Африки к югу от Сахары почти удвоились за период с 1997 по 2007 год — с 32 млрд долларом США до 58 млрд.

В-третьих, несмотря на ее существенные ограничения, одна из причин, по которым эта книга заслуживает внимания, состоит в том, что она написана африканкой. С этим наблюдением трудно поспорить — более того, об этом возмещается в первом предложении предисловия к самой книге, написанного авторитетным ученым Ниалом Фергюсоном. Подобно книге Кваме

Нкрумаха «Африка должна объединиться» (*Africa Must Unite*), написанной столетия назад, *Dead Aid* предъявляет глубокие и действенные обвинения существующей международной системе за ее неспособность содействовать развитию в Африке. Также подобно Нкрумахе, Мойо выражает очень реальную и широко разделяемую африканцами неудовлетворенность западным обращением, хотя она и оказывается в затруднении, пытаясь предложить конкретные альтернативы проблематичным мерам политики прошлого. Но что наиболее важно, книги Нкрумаха и Мойо сохраняют свою ценность, так как в них правильно представлена более общая картина: развитие Африки в основном находится в руках Африки, попытки аутсайдеров содействовать ему наталкиваются на внутренние ограничения, и эти наблюдения являются наиболее убедительными, когда их высказывает африканец.

Таким образом, одним из наиболее интересных вопросов, которые поднимает эта книга, должен быть вопрос, стоящий в стороне от методов финансирования развития в Африке: почему Запад получает столь мало вдумчивых, критических аналитических оценок помощи и развития, написанных и высказанных африканцами? Несомненно, они существуют — включая работы Бенно Ндулу, Агустина Фосу, Нгоци Оконью-Ивеала, Эндрью Мвенда и многих других, — но их слишком мало и они не пользуются широкой известностью на Западе. Возможно, ограничен спрос: западные агентства и редакторы предпочитают западных авторов. Возможно, ограничено предложение: талантливые африканцы, стремящиеся сделать блестящую карьеру, не решаются критиковать донорские агентства, которые будут их спонсорами или клиентами. Возможно, существует множество других причин.

Ясно то, что больше африканцев должно выражать свои мнения по этим важнейшим вопросам. В нынешнем году Фонд Хьюлетта и Фонд Билла и Мелинды Гейтс открыли крупномасштабную программу для поддержки 24 аналитических центров по вопросам политики в Африке — большой шаг вперед в ликвидации барьеров между идеями о развитии, имеющимися у африканцев, и миром. Надеюсь, что культивируемый ими критический образ мышления будет способствовать значительному расширению роли африканцев в этой жизненно важной дискуссии.

Майкл А. Клеменс,
научный сотрудник
Центра по вопросам глобального
развития

Твердые приверженцы низкой планки



Edward Brau and Ian McDonald, editors

Successes of the International Monetary Fund

Untold Stories of Cooperation at Work

Palgrave Macmillan, New York, 2009, 231 pp., \$34.95 (paper).

ЭТА книга — содержательный и полезный сборник очерков, написанных сотрудниками Международного Валютного Фонда (МВФ), а также относящихся к ним комментариев заинтересованных обозревателей. Сборник предоставляет больше материала для сторонников МВФ, чем для его противников — как слева, которые утверждают, что МВФ слишком резок в своих рекомендациях по экономической политике, так и справа, которые утверждают, что МВФ слишком мягок или заблуждается в своих рекомендациях по экономической политике.

В книге представлены шесть целевых исследований финансовой помощи МВФ: Корея, 1998 год, Польша, 1990–1991 годы, Турция 2001–2002 годы, Танзания 1995–2007 годы, Бразилия, 2002 год, и Уругвай, 2002–2003 годы. Каждая глава включает комментарий, написанный теми, кто участвовал в соответствующей программе или деятельности, или тщательно наблюдал за ней. Комментарии повышают ценность изложения, но они не содержат полноразвернутых и объективных критических замечаний. В интересах полного раскрытия информации сообщу, что я был участником или пристальным наблюдателем в четырех из шести страновых исследований (кроме Танзании и Уругвая) и во всех видах деятельности.

Основная ценность этих шести очерков заключается в том, что в них заостряется внимание на ключевых решениях,

принятых властями стран и МВФ. В пяти из шести случаев описанные эпизоды имели место на заключительном этапе зачастую продолжительной и отнюдь не успешной серии программ и взаимодействий между страной и МВФ. Авторы не вполне признают этот факт в каждом случае. Основное исключение составляет Уругвай, хотя таковым может считаться и программа на переходный период в Польше. Меня также поразил парадокс, содержащийся в целевом исследовании по Танзании. В заслугу МВФ вменяется как предоставление Танзании финансовой поддержки в размере 400 млн долларов США в 1995–2005 годы, так и прощение ей остающегося долга перед Фондом в 2006 году.

Три очерка, посвященные другим видам деятельности МВФ, носят в основном описательный характер, что не снижает их общей полезности для тех, кто не прошел через события 1990-х годов или не помнит их отчетливо. Очерк о готовящихся персоналом МВФ изданиях «Перспективы развития мировой экономики» с пользой представляет их более долгую историю начиная с 1980 года. Однако в нем содержится больше самовосхвалений, чем в других очерках, и поэтому он является менее убедительным. Взятые вместе, эти целевые исследования иллюстрируют широкий спектр экономических, финансовых и политических вопросов, которые возникают в связи с программами, получающими финансовую поддержку от МВФ. Читателю было бы трудно оставаться при том мнении, что МВФ применяет типовой подход к разработке программ, пользующихся поддержкой МВФ.

Очерки заставляют читателя задуматься о смысле «успеха» программ МВФ. Редакторы определяют успех МВФ как «внесение значительного позитивного вклада», что является относительно низкой планкой, а также размышляют об условных альтернативах финансовой поддержке МВФ. В отсутствие такой поддержки непосредственные экономические и финансовые последствия для страны, вероятно, ее соседей, и, возможно, всего мира были бы более негативными. Они рассматривают возможность того, что некоторые страны, в качестве альтернативного варианта, могли бы получить финансовую поддержку от их друзей и союзников, но без проведения реформ экономической политики, которые обеспечили общий успех.

В очерках и комментариях подразумевается, а иногда и напрямую представляется, второй критерий успеха МВФ: могли ли рекомендации МВФ по вопросам экономической политики быть лучше? Ответ почти во всех случаях утвердительно, как часто отмечается властями стран, особенно в случае Уругвая, но это слишком жесткий критерий, чтобы по

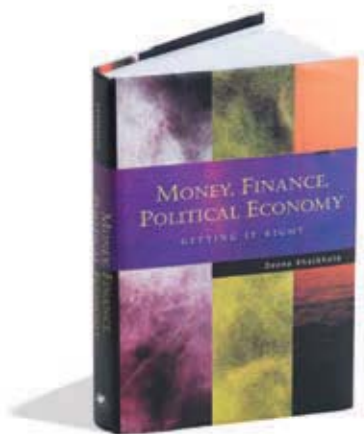
нему можно было оценивать какие-либо меры в ответ на кризис. Преобладающая идея этих шести целевых исследований состоит в значении авторства стран в разработке программ. Программа принадлежала властям страны, и они боролись за то, чтобы определять и самостоятельно разрабатывать ее содержание. Исключение из этой закономерности составляет Корея, где общественность по-прежнему считает, что все произошедшее было «кризисом МВФ», а не корейским кризисом. Однако даже в этом случае, до тех пор пока новое корейское правительство не приняло непосредственного участия в разработке программы, финансовые власти других стран не склонны были направлять большие финансирования в Корею через МВФ и, через заднюю дверь, иностранным кредиторам.

Идея книги о роли МВФ в текущем глобальном экономическом и финансовом кризисе, основанная, в частности, на опыте Бразилии и Уругвая, состоит в том, что для МВФ важно быть гибким, готовым к принятию рисков и оснащенным финансовыми средствами для принятия ответных мер в таких масштабах, которые соответствуют потребностям и обстоятельствам стран.

По поводу реформ МВФ сообщения, содержащиеся в этой книге, являются несколько более обескураживающими. Полуочерк Тома Дуосона напоминает читателям о том, что государства-члены МВФ контролируют прозрачность и подотчетность Фонда. Например, государства-члены в конечном счете определяют правила, регламентирующие выпуск документов Исполнительного совета, а также, в значительной степени, информацию, которую МВФ публикует о своих государствах-членах. Аналогичным образом, Чарльз Енох в своем полуочерке об обеспечении прозрачности странами, отмечает, что со времени создания Специального стандарта распространения данных в 1999 году государства-члены были не склонны еще выше поднимать планку в этой области.

В целом авторы, возможно, в чем-то остановились на полпути, но они предоставляют серьезному исследователю эволюции МВФ содержательную информацию об этой центральной глобальной организации.

*Эдвин М. Трумэн,
старший научный сотрудник
Института международной
экономики им. Петерсона*



Deena Khathkate

Money, Finance and Political Economy

Getting It Right

Academic Foundation, New Delhi, 2009, 385 pp., \$39.95 (cloth).

«ЖИЗНЬ движется вперед, но понять ее можно только двигаясь назад», — писал философ Кьеркегор. Этот сборник трудов всей жизни индийского экономиста Дины Хатхате может быть понят как бунт против значительной части его интеллектуального наследия: социализма и централизованного планирования, кейнсианской макроэкономики и негативного взгляда на отношения между Севером и Югом. Напротив, в этих очерках выдвигается пылкая (но не лишенная критики) защита капитализма и рынков, поддерживаются макроэкономические теории как Фридмана, так и Кейнса, и призывается принять конструктивный подход к отношениям между развивающимися и развитыми странами.

Последняя из этих тем проиллюстрирована, пожалуй, в лучшей статье сборника, которая посвящена проблеме утечки мозгов — эмиграции квалифицированных работников в страны с развитой экономикой. В этой статье, опубликованной в «F&P» в 1971 году, Хатхате оспаривал преобладающее мнение о том, что утечка мозгов — это зло, разновидность помощи бедных богатым. Он показал, что, поскольку эмиграция в основном идет из развивающихся стран с явно избыточным предложением квалифицированной рабочей силы, она фактически является социальным предохранительным клапаном для бедных стран. И, поскольку

она стимулирует «взаимное обогащение идеями» между квалифицированными работниками из бедных и более богатых стран, утечка мозгов может представлять собой «желательные инвестиции».

Существуют примеры того, что это предсказание сбывается, например, успехи в экспорте программного обеспечения из таких стран, как Израиль, Индия и Ирландия в более развитые страны. Профессор Университета Карнеги-Меллон Апиш Арора показал, что эти успехи отчасти обусловлены наличием «резервной армии неполностью занятых инженеров и ученых в этих странах, которые ранее мигрировали в США и Соединенное Королевство». Поработав за границей, эта диаспора приобрела опыт в области ведения бизнеса их будущими клиентами — бывшая утечка мозгов обратилась в приток мозгов, как предсказывал Хатхате.

Другие очерки в этой книге, посвященные отношениям между Севером и Югом, включают очерк о «конфликте и сотрудничестве в международной валютно-финансовой системе». Написанный в 1987 году, он прогнозирует многие реформы МВФ и других международных организаций — например, предоставление Югу «больших прав голоса» в принятии решений, — которые уже проведены или вышли на первый план в повестке дня. Разумеется, Хатхате был одним из многих, кто высказывал подобные предположения. Но, как отмечает он в предисловии, он «получил нагоняй» за эту статью, так как в то время он работал в МВФ. В любом случае, Хатхате вскоре покинул МВФ после двух десятилетий работы и стал редактором научного журнала «Мировое развитие».

До прихода в МВФ Хатхате в течение более десяти лет — с 1955 до 1968 года — работал в Резервном банке Индии, центральном банке страны. Поэтому неудивительно, что второй основной темой очерков является роль макроэкономической и финансовой политики в содействии экономическому росту. В 1950-е годы кейнсианская доктрина ратовала за бюджетный дефицит как средство стимулирования экономического роста в развивающихся странах. Это обосновывалось тем, что, поскольку в этих странах имелись недостаточно используемые ресурсы, масштабированные государственные расходы могут позволить задействовать эти ресурсы, не вызывая инфляции. Однако Хатхате пишет, что негативные свидетельства фактического воздействия государственных расходов убедили его в том, что «все, что произошло в результате масштабированного использования бюджетного дефицита — это инфляция, снижение доходов, сбережений

и инвестиций». Взгляды Хатхате о денежно-кредитной политике также отличались от кейнсианской точки зрения 1960-х годов: в них подчеркивалась необходимость в правилах для направления деятельности центрального банка, вместо предоставления ему слишком широкой свободы действий.

Третьей темой является противостояние риторики и реальности социализ-

«В этих очерках выдвигается пылкая (но не лишенная критики) защита капитализма и рынков».

ма и централизованного планирования. Хатхате винил социализм в том, что он пытался обеспечить и экономический рост, и справедливость, но не обеспечил ни того, ни другого. Реальная проблема развивающихся стран, говорил он, заключалась не столько в асимметричном распределении доходов, сколько в «повышении уровня жизни всей массы населения, что возможно только при быстром экономическом росте». Эти взгляды существенно расходились с основным направлением в то время, когда Хатхате писал о них в 1978 году. Вместе с тем он не является нестигаемым приверженцем капитализма и свободных рынков. Так, его взгляды о свободном движении капитала близки к взглядам его соотечественника Джагдиша Бхагвати в том, что он является сторонником осторожного подхода, учитывая свидетельства того, что успешная либерализация может способствовать финансовым кризисам.

Чарльз Коллинз,
заместитель директора,
и Пракаш Лунгани,
советник Исследовательского
департамента МВФ

Финансовые потоки в Восточную Европу

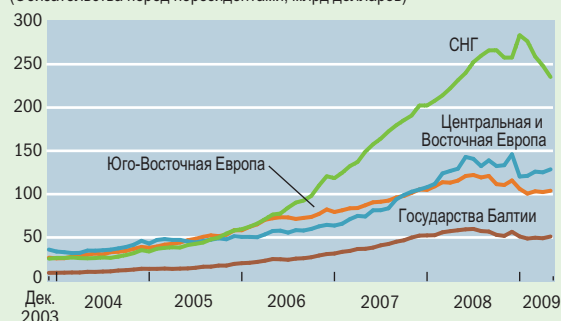


Иностранные банки поддерживали восточноевропейские банки, но финансовый кризис радикально изменил эту тенденцию

ИНОСТРАННЫЕ (главным образом западноевропейские) банки занимают доминирующее место в восточноевропейской банковской системе. Общий объем финансирования из иностранных источников в страны Восточной Европы увеличился с 96 млрд долларов США в декабре 2003 года до пикового уровня в 550 млрд долларов США в сентябре 2008 года. Все четыре субрегиона — государства Балтии, Центральная и Восточная Европа, Содружество Независимых Государств и Юго-Восточная Европа — демонстрировали существенное повышение зависимости от иностранных банков, в первую очередь выразившееся в девятикратном (за пять лет) приросте иностранных обязательств банковского сектора СНГ, достигших 280 млрд долларов США. С углублением глобального финансового кризиса в сентябре 2008 года эта тенденция радикально изменилась для всех групп стран.

Банки всей Восточной Европы получали крупные объемы финансовых средств от иностранных банков.

(Обязательства перед нерезидентами; млрд долларов)



Иностранные обязательства в среднем возросли, в процентном отношении к совокупным обязательствам, с 12 процентов до 19 процентов для всех стран. Самая высокая зависимость от иностранных банков наблюдается в государствах Балтии, где это отношение находилось в диапазоне от 33 процентов в декабре 2003 года до пикового значения в 50 процентов в октябре 2008 года.

Государства Балтии являются самыми зависимыми от иностранных банков в данном регионе.

(Обязательства перед нерезидентами в процентах от совокупных обязательств; на конец года)



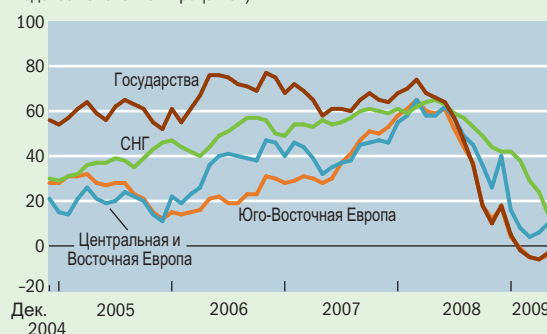
¹Данные на конец мая 2009 года.

Это увеличение иностранного финансирования сопровождалось чрезвычайно высокими темпами роста кредита, как в наци-

ональной, так и в иностранной валюте, частному нефинансовому сектору — главным образом нефинансовым корпорациям и домашним хозяйствам. Однако ухудшение глобальных финансовых условий с сентября 2008 года вызвало резкое снижение темпа роста кредита, который фактически был отрицательным с февраля 2009 года для стран Балтии и Юго-Восточной Европы.

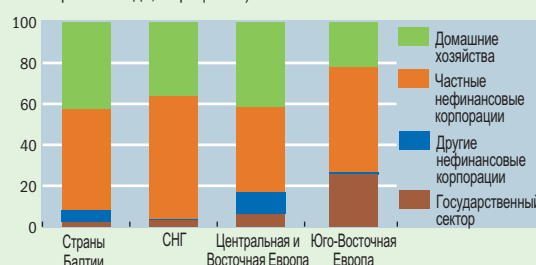
Высокие темпы роста кредита в иностранной валюте резко упали в результате кризиса.

(Кредит частному нефинансовому сектору в иностранной валюте; годовое изменение в процентах)



К началу кризиса фирмы и домашние хозяйства были крупнейшими получателями кредита в иностранной валюте.

(Требования к секторам внутренней экономики в иностранной валюте, сентябрь 2008 года, в процентах)

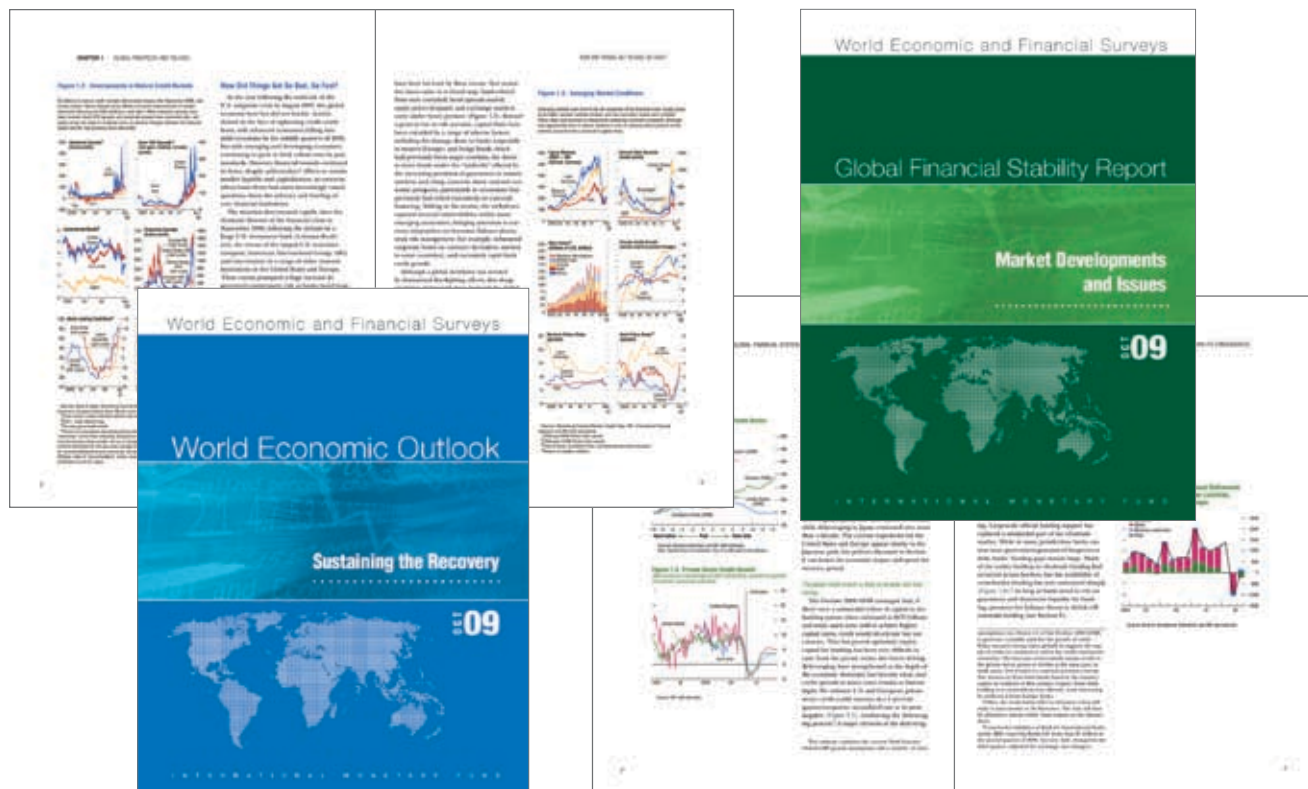


Сведения о базе данных

Данные получены из стандартных форм, в настоящее время используемых 114 странами для представления денежно-кредитных данных Статистическому департаменту МВФ. Страны были систематизированы по четырем группам: СНГ (Азербайджан, Армения, Беларусь, Грузия, Молдова, Россия, Украина); Юго-Восточная Европа (Албания, БЮР Македония, Румыния, Сербия, Турция, Хорватия); государства Балтии (Латвия, Литва, Эстония); и Центральная и Восточная Европа (Венгрия, Польша, Словацкая Республика, Чешская Республика). Большинство данных, использованных в настоящей статье, содержится в издании онлайн International Financial Statistics («Международная финансовая статистика») по адресу: www.imfstatistics.org/imf/.

Подготовили Хосе С. Морено и Рикардо Давико из Статистического департамента МВФ.

Преодоление кризиса, укрепление подъема



Узнайте, как это сделать.

Важные вопросы заслуживают обоснованных ответов.

В изданиях МВФ «Доклад по вопросам глобальной финансовой стабильности» и «Перспективы развития мировой экономики» приводятся результаты анализа и выводы, необходимые для поддержания экономического подъема и создания нового финансового ландшафта.

Подпишитесь сегодня на эти основные издания МВФ по адресу: www.imf.bookstore.org.

М Е Ж Д У Н А Р О Д Н Ы Й В А Л Ю Т Н Ы Й Ф О Н Д