

ФР

ФИНАНСЫ и РАЗВИТИЕ

Июнь 2012 года \$8,00

Наблюдение за подъемом мировой экономики

Эль-Эриан о профицитах и дефицитах

Грязные секреты отмывания денег

КРИЗИС И ДАЛЕЕ

ГЛАВНЫЙ РЕДАКТОР
Джереми Клифт

РУКОВОДЯЩИЙ РЕДАКТОР
Марина Приморац

СТАРШИЕ РЕДАКТОРЫ
Камилла Андерсен
Ен Сун Кан
Натали Рамирес-Джумена
Джеймс Роу
Саймон Уилсон

РЕДАКТОР ОНЛАЙНОВОГО ИЗДАНИЯ
Глен Готтселиг

МЛАДШИЕ РЕДАКТОРЫ
Халед Абдель-Кадер
Маурин Берке
Лирика Гей
Жаклин Делорье

РУКОВОДИТЕЛЬ ТВОРЧЕСКОЙ СЛУЖБЫ
Луиса Менхивар

СТАРШИЕ ПОМОЩНИКИ РЕДАКТОРА
Лиджун Ли

ХУДОЖЕСТВЕННЫЙ РЕДАКТОР
Симин Хашем

МЕНЕДЖЕР ПО СОЦИАЛЬНЫМ МЕДИА
Сара Хаддад

ПОМОЩНИК РЕДАКТОРА
Харрис Куреши

СОВЕТНИКИ РЕДАКТОРА
Бас Баккер
Николетта Батини
Хельге Бергер
Джеймс Гордон
Тим Каллен
Пол Кашин
Лаура Кодрес
Альфредо Кузвас
Пауло Мауро
Жан-Мария Милези-Ферретти
Пол Милс
Мартин Мулейзен
Ума Рамакришнан
Абдельхак Сенхаджи
Доменико Фаницца
Томас Хелблинг
Адриен Чисти
Марсело Эстевао

ИЗДАНИЕ НА РУССКОМ ЯЗЫКЕ
подготовлено Отделом переводов МВФ

РЕДАКТОР
Александра Акчурина

© 2012 Международный Валютный Фонд. Все права защищены. Для получения разрешения на перепечатку статей Ф&Р заполните форму онлайн (www.imf.org/external/terms.htm) или обратитесь по электронной почте в copyright@imf.org. Разрешение на перепечатку статей в коммерческих целях можно также получить за номинальную плату в Copyright Clearance Center (www.copyright.com).

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

Услуги подписчикам, изменение адреса и заявки на рекламу:
IMF Publication Services
Finance & Development
P.O. Box 92780
Washington, DC, 20090, USA
Телефон: (202) 623-7430
Факс: (202) 623-7201
Эл. почта: publications@imf.org

Postmaster: send changes of address to Finance & Development, International Monetary Fund, PO Box 92780, Washington, DC, 20090, USA. Periodicals Postage is paid at Washington, DC, and at additional mailing offices. The English edition is printed at United Litho, Inc., Ashburn, VA.

ОСНОВНЫЕ СТАТЬИ

ПЯТЬ ЛЕТ СПУСТЯ

8 Кризис и после него

Через пять лет после того, как первые потрясения на ипотечном рынке США стали предвестниками серьезнейшего глобального финансового кризиса после 1930-х годов, мировая экономика все еще не вышла из затруднительного положения
Джеймс Л. Роу, мл.

10 Наблюдение за подъемом мировой экономики

У большинства стран с формирующимся рынком все в порядке, но большинство стран с развитой экономикой испытывает проблемы, и положение, по-видимому, вряд ли изменится
М. Айхан Кёсе, Пракаш Лунгани и Марко Е. Терронес

14 Как наладить систему

После бурного всплеска усилий по реформированию финансового регулирования, которое, по мнению многих, способствовало глобальному финансовому кризису, темпы этой работы замедлились
Лаура Кодрес и Адития Нарейн

17 Торговая политика. Пока все в порядке?

Широкого применения протекционизма во время глобального кризиса не наблюдалось, но в последнее время страны начинают двигаться в этом направлении
Бернард Хукман

20 Сокращение долга

До тех пор пока домашние хозяйства и финансовые организации не приведут в порядок свои балансы, восстановление экономики во многих странах с развитой экономикой будет задерживаться
Стийн Классен

24 Свидетели обвала

Страны с формирующимся рынком и страны с низкими доходами перенесли глобальную рецессию. Смогут ли они пережить дальнейшие потрясения?
Сарват Джахан и Брэд Макдоналд

27 Стабильное неравновесие

Устойчивые крупные профициты и дефициты платежей угрожают долгосрочному глобальному экономическому благосостоянию и финансовой стабильности
Мохамед А. Эль-Эриан

30 Бум на рынке биржевых товаров

Глобальный экономический кризис затронул цены на биржевые товары в значительно меньшей степени, чем во время предыдущих рецессий. Долгосрочные перспективы представляются еще менее ясными
Томас Хелблинг

А ТАКЖЕ В ЭТОМ НОМЕРЕ

34 Переход на экологические технологии

Инвестиции в экологически чистые технологии увеличиваются во всем мире
Люк Эйро и Бенедикт Клементс

38 Грязные деньги, реальные беды

Отмывание денег наносит ущерб невинным лицам, но может также приводить к серьезным издержкам для национальной экономики
Пол Ашин



Прошло пять лет...

ВСЕ это началось в Соединенных Штатах с сомнительных ценных бумаг, обеспеченных ипотекой. С первых раскатов грома в середине 2007 года прошел год, прежде чем мировой финансовый кризис разразился в полную силу и директивные органы по-настоящему осознали, с чем они имеют дело. Но когда правительство США допустило банкротство инвестиционного банка Lehman Brothers 15 сентября 2008 года, оно породило цунами, отголоски которого мы ощущаем по сей день.

Спустя пять лет после начала экономического кризиса, оказавшегося самым тяжелым со времен Великой депрессии 1930-х годов, ситуация в мировой экономике остается трудной. Миллионы людей в некоторых регионах мира не имеют работы (особенно молодежь, как мы рассматривали в мартовском выпуске *Ф&Р* 2012 года), что вызывает сильнейшую социальную напряженность в некоторых странах.

В этом выпуске *Ф&Р* рассматривается мир через пять лет после пробуждения кризиса. Имеющиеся данные рисуют сложную и неоднозначную картину будущего мировой экономики.

У кризиса было много причин, включая недостаточное финансовое регулирование и беспорядок в балансах по мере чрезмерного накопления задолженности финансовыми организациями, населением и правительствами. Большинство эксцессов ограничивалось странами с развитой экономикой, и только принятие изобретательных и масштабных мер экономической политики, особенно в США, предотвратило полный глобальный финансовый обвал. Теперь, когда экономика США пошла

на поправку, кризис суверенного долга в Европе угрожает подорвать доверие.

В нашей подборке статей анализируются период кризиса и последующие годы с различных точек зрения, включая шаги, предпринимаемые для того, чтобы привести в порядок систему регулирования, и последствия для невинно пострадавших от кризиса — стран с формирующимся рынком и стран с низкими доходами, которые относительно благополучно пережили глобальную рецессию, но теперь уязвимы для последующих шоков. Мохамед Эль-Эриан рассматривает крупные глобальные дисбалансы, остающиеся в состоянии опасного, но (пока) стабильного неравновесия.

В нашей рубрике «Откровенный разговор» Карло Коттарелли рекомендует применять осторожный и тонкий подход, чтобы сдержать увеличение долга, не подавляя при этом экономический рост, необходимый для создания рабочих мест.

В этом выпуске мы также рассматриваем создание рабочих мест в Южной Азии, доступ к безопасной питьевой воде, рост инвестиций в экологические технологии и проблемы отмывания денег и теневой экономики. Мы также представляем Лору Тайсон, первую женщину, возглавлявшую Совет экономических консультантов США (при президенте Клинтоне), которая подчеркивает, что, несмотря на имеющиеся недостатки, возросшая глобальная взаимозависимость принесла огромную пользу.

Джереми Клифт,
главный редактор

- 42 **Выход из тени**
Правительства действуют разумно, стремясь к уменьшению теневой экономики путем совершенствования институтов для обеспечения всеобъемлющего роста
Ануп Сингх, Сонали Джейн-Чандра и Адил Мохоммад
- 48 **Больше рабочих мест, выше их качество**
Быстрый рост рабочей силы в Южной Азии требует межсекторных реформ экономической политики для поддержки дальнейшего роста числа высококачественных рабочих мест
Калпана Кочхар, Прадип Митра и Рима Наая

РУБРИКИ

- 2 **Письма в редакцию**
- 4 **Люди в экономике**
Борец с разрывами
Джереми Клифт представляет Лору Д'Андреа Тайсон, первую женщину, руководившую Советом экономических консультантов США
- 32 **Представьте себе**
Вода для людей
Глобальный целевой показатель по безопасной питьевой воде выполнен, но более 780 млн людей все еще не имеют доступа к чистой воде
Натали Рамирес-Джумена
- 46 **Возвращение к основам**
Что такое денежные рынки?
Они предоставляют средства кредиторам и заемщикам для обеспечения их краткосрочных финансовых потребностей

Рэндалл Додд

- 52 **Откровенный разговор**
Эпоха строгой экономики
В своем стремлении обеспечить сбалансированный бюджет и снижение задолженности страны с развитой экономикой оказываются в тяжелых условиях
Карло Коттарелли
- 54 **Книжное обозрение**
The Occury Handbook, Джанет Берн (редактор)
End This Depression Now! Пол Кругман
An Economist Gets Lunch, Тайлер Коуэн
- 57 **Данные крупным планом**
Заемствования стран Группы семи за рубежом
Соединенное Королевство имеет самый большой объем относительно ВВП
Тамара Разин, Марсело Динензон и Мартин Макконага

Иллюстрация: обложка, стр. 14, 20, 23 и 28, Симин Хашем/МВФ.

Фотографии: стр. 4, Ричард Калвар/Magnum Photos; стр. 6, Джошуа Робертс/AFP/Getty Images; стр. 10, Деннис Фрейтис/Aflo Relax/Corbis; стр. 17, The Irish Image Collection/Design Pics/Corbis; стр. 24, Сэм Пантакки/AFP/Getty Images/Newscom; стр. 27, Pimco; стр. 30, DPA/ZUMAPress.com; стр. 32, iStock; стр. 33, Карен Касмауски/Science Faction/Corbis; стр. 34, Пол Саудерс/Corbis; стр. 38, Томас Питер/Reuters/Newscom; стр. 43, Бишоп Асапе/EPA/Newscom; стр. 48, Мунир Уз Заман/AFP/Getty Images; стр. 52, 54–56, Стивен Яффе/IMF.

Читайте журнал онлайн: www.imf.org/fandd

f См. страницу *F&D* на Facebook.com:
www.facebook.com/FinanceandDevelopment

Социальные расходы в бедных странах

Мы с большим интересом прочли статью «Правы ли критики?» (декабрь 2011 года). Ответ, как представляется, однозначно отрицателен: программы МВФ не наносят ущерба социальным расходам в бедных странах, а напротив, укрепляют их, расширяя бюджетные возможности. Эти выводы вторят заключению НОО [Независимого отдела оценки МВФ] в его докладе 2003 года по этой же теме.

Если эти выводы верны, это хорошие новости, свидетельствующие о том, что МВФ извлек уроки из прошлых ошибок. Мы писали об этом в статье, опубликованной в 2006 году в журнале *International Organization*, в которой мы проанализировали доклад НОО и указали на принятые в 1997 году «Руководящие принципы в отношении социальных расходов» как возможный поворотный момент в воздействии программ МВФ (это утверждение согласуется с выводом МВФ о том, что «рост отношения расходов к ВВП ускорился с 2000 года»). Вместе с тем, вы не затрагиваете наш главный вывод: что воздействие программ МВФ различается в зависимости от типа политического устройства страны-получателя и что негативное влияние программ МВФ на социальные расходы особенно существенно в развивающихся демократиях. Политика имеет значение, и МВФ игнорирует этот непреложный факт общественной жизни в ущерб себе.



Ирфан Нуруддин,
научный сотрудник, Международный исследовательский
центр Вудро Вильсона, Вашингтон, округ Колумбия

Джоэл У. Симмонс,
старший доцент, Отделение политологии,
Университет штата Огайо, Коламбус, Огайо,
доцент, Отделение политологии,
Университет Мэриленда, Колледж Парк, Мэриленд

Ответ авторов

Мы согласны с профессорами Нуруддином и Симмонсом, что политическое устройство потенциально может влиять на социальные расходы. Полученные нами результаты подтверждают, что социальные расходы повышаются в большей степени в странах с низкими доходами, имеющих более высокий рейтинг по индексу демократии (см. график). В то же время, наши результаты также показывают, что степень увеличения расходов на образование и здравоохранение относительно ВВП, относительно государственных расходов и в реальном выражении на душу населения *выше* в странах с программами, поддерживаемыми ресурсами МВФ.

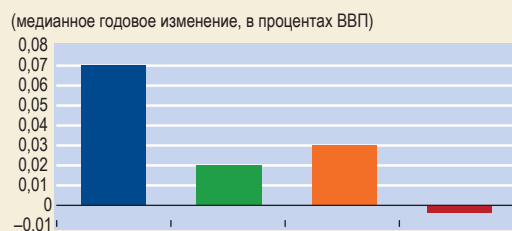
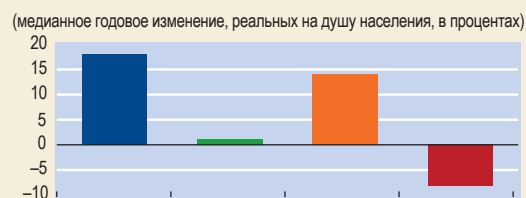
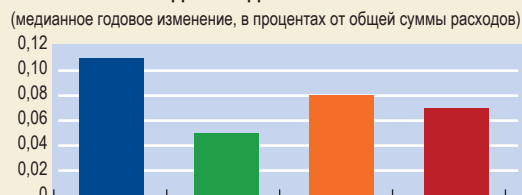
Мы также выполнили оценку влияния рейтинга демократии в нашей эконометрической модели, используя формулировку, аналогичную примененной в работе 2006 года профессором Нуруддина и Симмонса, устанавливающую связь между наличием программы МВФ и индексом развития демократии. Эффект был статистически несущественным для расходов на образование и здравоохранение относительно ВВП и государственных расходов, кроме воздействия на расходы на здравоохранение относительно ВВП, которое было положительным. Таким образом, наш анализ не дает оснований полагать, что программы, поддерживаемые ресурсами МВФ, приводят к меньшему повышению расходов в условиях демократии.

Масахино Нозаки
Бенедикт Клементс
Санджив Гупта

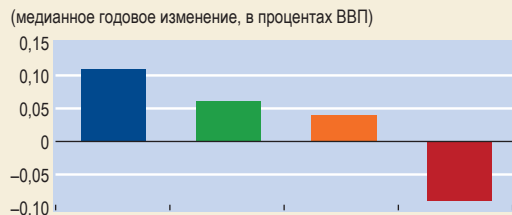
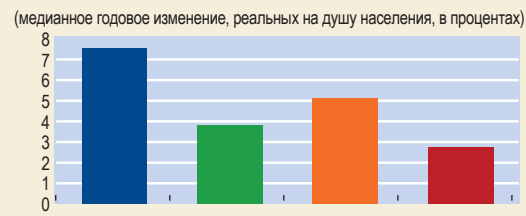
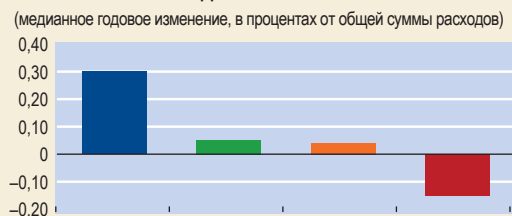
Демократия имеет значение

По ряду показателей страны с поддерживаемыми МВФ программами, имеющие высокие индексы демократии, обычно также больше расходуют на здравоохранение и образование.

РАСХОДЫ НА ЗДРАВООХРАНЕНИЕ



РАСХОДЫ НА ОБРАЗОВАНИЕ



■ Высокий уровень демократии с программой
■ Высокий уровень демократии без программы
■ Низкий уровень демократии с программой
■ Низкий уровень демократии без программы

Источник: оценки персонала МВФ.
Примечание. На графиках показано медианное годовое изменение расходов на образование и здравоохранение в 1985–2009 годах на основе шкалы демократизации Polity IV в диапазоне от -10 до 10. Страны с показателями от -10 до -1 относятся к странам с низким уровнем демократии, а от 0 до 10 — с высоким уровнем демократии.

Предостережение относительно кредитных рейтингов

В статье Панайотиса Гавраса «Игра с рейтингами» (март 2012 года) затрагивается много интересных аспектов, за исключением, к сожалению, того, в чем в действительности заключалась ключевая ошибка базельских регуляторов при использовании кредитных рейтингов для определения требований к капиталу банков.

Банки уже учитывают воспринимаемые риски, такие как риски, отражаемые в кредитных рейтингах, посредством процентных ставок, сумм открытых позиций и других общих условий. Как следствие, когда органы регулирования также устанавливают требования к капиталу исходя из тех же представлений, они удваивают эффект этих представлений, и в результате то, что официально считается нерискованным, становится еще более привлекательным, а то, что официально считается рискованным, становится еще менее привлекательным.



Любая, даже абсолютно точная, информация, например, информация о риске дефолта, становится плохой, если ей придается чрезмерно большое значение.

Непонимание этого, возможно, объясняется тем, что почти все говорят об этом кризисе как о следствии чрезмерного принятия риска, хотя тот факт, что все проблемы были обусловлены слишком крупными позициями по активам, которые считались абсолютно не рискованными (и недостаточными позициями по операциям с официально «рискованными» контрагентами, такими как малые предприятия и предприниматели), по-видимому, свидетельствует о том, что мы, скорее, имеем дело с вызванным системой регулирования чрезмерным неприятием риска, приводящим к обратным результатам.

Когда органы регулирования решили взять на себя роль менеджеров по рискам для всего мира, они забыли или проигнорировали тот факт, что все банковские кризисы всегда были результатом принятия чрезмерных позиций по активам, считавшимся надежными, и никогда — чрезмерных позиций по активам, которые изначально считались рискованными.

Пер Куровски,

бывший исполнительный директор Всемирного банка (2002–2004 годы)

Мы приветствуем письма читателей. Просьба направлять корреспонденцию в объеме не более 300 слов на адрес электронной почты: fanddletters@imf.org или по почте на имя главного редактора: Editor-in-Chief, *Finance & Development*, International Monetary Fund, Washington, D.C., 20431, USA. Письма могут редактироваться.

Унылая наука?

МВФ



Слушайте наши подкасты-интервью с ведущими экономическими экспертами и решайте сами: www.imf.org/podcasts



Борец с разрывами

Джереми Клифт представляет Лору Тайсон, первую женщину, руководившую Советом экономических консультантов США

Тайсон выступает на симпозиуме по гендерным вопросам в Давосе, Швейцария.

ЛОРА Тайсон уделяет много времени размышлениям о разрывах и дефицитах, о том, что отсутствует и чего не хватает: о нехватке рабочих мест, разрыве в доходах, в образовании, по гендерному признаку и, возможно, о самом тревожном разрыве, огромном дефиците бюджета США. Она опасается, что США теряет свою ведущую роль, что американскую мечту о росте благосостояния становится все труднее реализовать.

«Еще до Великой рецессии американские работники и домашние хозяйства оказались в сложном положении», — говорит Лора Д'Андреа Тайсон, профессор экономики и бизнеса в Калифорнийском университете в Беркли, которой довелось быть первой в целом ряде областей. Первая женщина-председатель Совета экономических консультантов (при президенте Билле Клинтоне), она также была первой женщиной, возглавившей Лондонскую школу бизнеса, при которой она основала Центр для женщин в бизнесе.

«Рост числа рабочих мест в период с 2000 по 2007 год замедлился до всего лишь половины темпов трех предыдущих десятилетий. Производительность росла высокими темпами, но при этом намного опережала рост заработной платы, и реальная почасовая оплата труда сократилась, от чего пострадали даже люди с университетским образованием», — говорит она во время перерыва между занятиями для студентов МВА.

Тайсон считает, что протесты против роста неравенства доходов в США, где люди, составляющие верхний один

процент общества, невероятно богаты по сравнению с нижними 99 процентами, представляют собой новое общественное движение нашего времени. «Это проблема является сейчас настоящей для поколения людей в возрасте от примерно 25 до примерно 35 лет. Это их реальность, так же как для меня было движение против войны во Вьетнаме».

Протесты, начавшиеся с демонстраций против спасения банков Уолл-стрит и коррупции, перешли в движения «Захвати» во всем мире, особенно в странах с развитой экономикой.

Разбивая стеклянные потолки

Архитектор программы внутренней и внешней экономической политики Клинтона во время его первого срока, Тайсон стала самой высокопоставленной женщиной в Белом доме при Клинтоне, когда она сменила Роберта Рубина на посту директора Национального экономического совета и занимала эту должность с февраля 1995 года по декабрь 1996 года. Клинтона привлекло то, что Тайсон выступала за принцип «активной односторонней политики» в торговле, который представлялся ему реалистичным и прагматичным. Ее книга «Кто кого ругает? Торговый конфликт в высокотехнологичных отраслях», опубликованная в 1992 году, задала тон переговорах администрации Клинтона с Японией по вопросам торгового протекционизма.

Проблема в то время заключалась в большом вызове, который бросили США Япония и Европа, особенно в областях высокотехнологичного производства и экспорта.

Отвергая неограниченную свободную торговлю, Тайсон предложила расширить доступ к рынку, придерживаясь жесткой позиции на переговорах о тарифах и барьерах для торговли, подкрепляемой реальной угрозой ответных мер в отношении тех, кто закрывает свои рынки для импорта из США.

Прикладная экономика

Президент Клинтон в своей автобиографии «Моя жизнь» говорит, что выбрал Тайсон на пост председателя Совета экономических консультантов потому, что она произвела на него впечатление своими познаниями в технологиях, производстве и торговле, «микроэкономических вопросах, которые, как мне казалось, слишком долго игнорировались при разработке национальной экономической политики».

Хотя позже она завоевала их уважение, ее назначение вызвало бурю негодования среди сторонников основного направления в экономике, которые открыто высказывали сомнения в ее подготовленности и аналитических навыках. «Экономисты часто бывают предметом насмешек, но редко случается, чтобы кто-то получил публичную трепку от других экономистов», — заметил журнал *Businessweek* в феврале 1993 года.

Но в некоторых отношениях ее сочетание экономического анализа с четкой и хорошо просчитанной политической стратегией было впереди своего времени. Сейчас Тайсон работает в Школе бизнеса Хааса в Беркли и по-прежнему преуспевает в острых экономических дискуссиях и политическом инкомыслии; она регулярно пишет блоги и статьи для журналов и газет, включая блог «Economix» в *New York Times* и «A-List» в *Financial Times*.

«Я преподаю курс по ведению бизнеса в странах с формирующимся рынком», — говорит Тайсон, которая замужем за сценаристом Эриком Тарлоффом, автором романа «Face-Time», а также эпизодов популярного телесериала *M*A*S*H*. В настоящее время он ведет блог для журнала *Atlantic*. «Я говорю своим студентам, что половину этой работы составляет стратегия, а половину экономика (я не стратег, но я у меня немалый опыт, я состою в советах корпораций, управляла бизнес-школами и разбираюсь в стратегии)».

Скептическая оценка рынков

Очевидно, что экономическая наука с тех пор продвинулась, но, по словам *Businessweek*, ученые-экономисты были недовольны тем, «что она в гораздо большей степени, чем большинство экономистов, допускала идею действий со стороны государства».

«Мы не должны предаваться утешительному обману, что при отсутствии вмешательства США судьба высокотехнологичных отраслей Америки будет определяться рыночными силами», — пишет Тайсон в «Кто кого ругает?» Журнал отметил, что «этот скептицизм по поводу мудрости «невидимой руки» делает ее персоной нон грата в профессии, где вера в рынки впитывается с молоком матери».

Экономист Джеймс Гэлбрейт выступил в ее защиту. В марте 1993 года он писал в либеральном ежемесячном журнале *American Prospect*, что ей присущи тщательность и точность, но не увлечение полемикой и модными течениями». Под угрозой, по его словам, оказались «профессиональные экономисты, чье обожествление рынка давало им готовую платформу для экономической политики. Что будут делать эти люди, если выяснится, что их универсальные формулы более не достаточны? Может быть, «стариками» действительно чувствуют угрозу от этого назначения». (См. вставку 1).

Обеспокоенность конкуренцией

В своем исследовании торговли и занятости совместно с профессором Беркли Джоном Зайсманом Тайсон проанализирова-

ла причины снижения занятости в обрабатывающей промышленности в США и общего ослабления международной конкурентоспособности страны в 1980-е годы, изучая изменения занятости, связанные с торговлей в четырех отраслях: производстве одежды, автомобилей, полупроводников и телекоммуникационного оборудования. Регулярно упоминаемые факторы, такие как рост курса доллара, протекционизм и медленный рост на зарубежных рынках играли существенную роль. Но она установила, что относительно более значимыми были другие факторы, в том числе готовность правительства придерживаться политики свободной торговли, когда другие страны играют по иной системе правил.

«Она убедила Клинтона и его экономических советников принять вариант регулируемой торговли (торговых соглашений, задающих желательные результаты торговли), не оставляя их на произвол свободного движения товаров) в попытках содействовать развитию и расширению высокотехнологичных отраслей. Эта политика сыграла важную роль», — пишут Джеймс и Джулианна Чикарелли в своей книге «Выдающиеся женщины-экономисты», «в поистине взрывном росте объема международной торговли в конце 1990-х годов, вызвавшем беспрецедентный бум в американской экономике, который можно охарактеризовать не иначе, как идеальный рост».

Смена действующих лиц

Сегодня действующие лица, возможно, изменились, но многие из опасений схожи. Тайсон по-прежнему обеспокоена неустойчивыми экономическими показателями США. Но сегодня большую тревогу вызывают Китай и другие динамичные

Вставка 1

Экономика: изменение парадигмы

Мировой экономической кризис подорвал веру экономистов в непогрешимость рынков.

«Принципиальной ошибкой было полагать, что отдельные рациональные субъекты, по существу, будут сами поддерживать дисциплину в своем кругу», — говорит Тайсон, размышляя о мировом экономическом кризисе во время визита в Нью-Йорк. «Во-первых, я использовала слово «рациональные», а ведь есть все больше свидетельств того, что отдельные субъекты не всегда являются рациональными, и экономические модели этого не учитывали.

При этом модели, в сущности, утверждали, что если сложить все эти индивидуальные решения вместе, они образуют нечто, имеющее смысл. Но мы видим, что если люди ведут себя иррационально (а к этому добавляются стадные инстинкты), то система фактически может сойти с рельсов. И она действительно сошла с рельсов.

Теперь экономисты понимают, что эффективность рынков сомнительна. Мы серьезно рассмотрим поведенческие, предсказуемые ошибки, которые совершают люди. Мы усилим регулирование, потому что действительно больше не верим, что люди сами смогут сделать все правильно. Они будут следовать правилам, и нам нужно подумать о том, каковы будут эти правила.

Так что, на мой взгляд, действительно имело место существенное переосмысление проблем неэффективности рынка. Почему мы полагаем, что рынки располагают полной информацией? В большинстве случаев это не так, или если они обладают полной информацией, она не принимается в расчет субъектами, которые не следят за ситуацией. Как бы то ни было, мы должны исходить из того, что они действительно могут прийти к неоптимальным результатам. А это очень большое изменение. Думаю, это огромное изменение».

формирующиеся рынки, хотя Тайсон тут же отмечает, что Клинтон никогда не сталкивался с экономическим спадом, подобным тому, с которым имеет дело президент Барак Обама. «Масштабы этой проблемы очень сильно отличаются, и политический климат [в США] также ухудшился».

Мир стал гораздо более взаимосвязанным и взаимозависимым, поэтому существует еще большая вероятность того, что проблемы в одной части мира повлияют на другие. «По большинству показателей взаимозависимости — наверное, по всем показателям, которые можно придумать, — мир стал более взаимосвязанным», — говорит она.

«А это, на мой взгляд, и в самом деле указывает на необходимость более тесной координации, понимания и координации, политики в отношении финансовых рынков и потоков капитала. У нас теперь гораздо более сложная глобальная финансовая система, и мы еще по-настоящему не разобрались, как ее регулировать», — говорит Тайсон, в настоящее время старший советник в Глобальном институте McKinsey, Исследовательском институте Credit Suisse и инвестиционной фирме The Rock Creek Group.

Хорошие наставники

Отец Тайсон был итало-американцем второго поколения и ветераном Второй мировой войны. Он был очень целеустремленным человеком и прививал своим детям стремление добиваться высоких результатов. Тайсон родилась в городе Байон, штат Нью-Джерси, в 1947 году. Она с отличием закончила частный женский колледж Смит и в 1974 году получила степень доктора экономики в Массачусетском технологическом институте, где ее наставником был Евсей Домар, экономист родом из России, который разработал важную модель роста и пробудил у Тайсон интерес к изучению экономики стран с командным управлением советского типа. Когда она работала консультантом Всемирного банка, она занималась проблемами социалистических стран Восточной Европы, недолго в партнерстве с известным венгерским экономистом Белой Балашшей, а также со специалистом по экономике развития Ирмой Эдельман, в то время одной из самых высокопоставленных женщин в Банке. Она три года преподавала экономику в Принстоне, а затем в 1978 году перешла в Беркли, где работает, с некоторыми перерывами, до сих пор.



Президент США Билл Клинтон после того, как он объявил, что Тайсон станет председателем Национального экономического совета.

Ее родители советовали ей изучать бизнес. Но «я была одной из тех, кто мгновенно увлекается экономикой, изучив лишь один курс. Я всегда рассматривала ее как отличный инструмент для государственной политики, поэтому я просто решила продолжать работать в этой области. И я думаю, что приняла правильное решение. Мне по-прежнему нравится экономика».

Тайсон является одним из авторов ежегодного доклада «Глобальный гендерный разрыв», подготовливаемого Всемирным экономическим форумом, и видит, что положение женщин улучшается во всем мире, но медленно, и все еще сохраняется отставание, особенно в политическом представительстве (см. вставку 2).

Ввиду ее связей с четой Клинтон и работы в защиту прав женщин она была естественным сторонником сенатора Хиллари Клинтон в ее кампании за выдвижение кандидатом на пост президента от Демократической партии в 2008 году. Она поддержала кандидатуру Обамы после того, как в июне Клинтон выбыла из выборной гонки.

Она активно выступает в защиту президента Обамы, а также является членом его не связанного с какой-либо партией Совета

Вставка 2

Положение женщин улучшается медленно

Доклад «Глобальный гендерный разрыв» представляет собой попытку оценить показатели прогресса женщин во всем мире.

«Мы рассматриваем 135 стран мира с точки зрения разрывов в политическом представительстве, разрывов в экономических возможностях, разрывов в доступе к образованию и показателях образования, а также разрывов в здравоохранении», — говорит Тайсон, которая выступала за «позитивный поиск» как способ продвижения квалифицированных женщин. — С того времени, как мы начали измерения в 2006 году, большинство стран добились прогресса, особенно в образовании и здравоохранении. Однако отставание женщин наиболее велико по экономическим возможностям и политическому представительству. Во всем мире женщины занимают менее 20 процентов руководящих должностей на национальном уровне».

«Мы пытаемся оценить, уменьшился ли разрыв между женщинами и мужчинами, а не выяснить, побеждают ли женщины в «битве полов», — говорится в докладе, написанном в соавторстве с директором Центра международного развития при Гарвардском университете Рикардо Хаусманом.

Подчеркивая, что эта работа носит сравнительный, а не директивный характер, она говорит, что доклад перешел

к анализу передового опыта, например того, как правительства пытаются усовершенствовать политическое представительство или как компании улучшают практику найма и сохранения на работе женщин. Тайсон имеет большой опыт и много идей в этой области. Она входит в советы нескольких компаний, а в 2003 году правительство Великобритании обратилось к ней, чтобы выяснить, как повысить разнообразие состава в советах корпораций.

Она выделяет «Доклад о мировом развитии» Всемирного банка за 2012 год, посвященный вопросам гендерного равенства, как особенно полезный для сведения воедино различных исследований влияния гендерных проблем на развитие. «Из этого очень разумного доклада я, в частности, выяснила, насколько важен доступ к кредитам для женщин», — говорит она. — Мы знаем, что в целом малому бизнесу трудно получить доступ к кредитам в различных обществах на самых разных уровнях развития, будь то развитое общество или нет. Кроме того, по определенным причинам ситуация оказывается еще хуже для женщин, и особенно трудной для малых предприятий, которые возглавляют женщины».

по занятости и конкурентоспособности, которую возглавляет генеральный директор компании General Electric Джеффри Иммельт. Перед Советом стоит очень трудная задача — найти новые способы содействия росту посредством инвестиций в американский бизнес, чтобы стимулировать наем новых работников, обеспечить обучение и подготовку работников для конкуренции в мировом масштабе и привлечь в США рабочие места и предприятия.

Поляризация рабочих мест

Глобальная взаимозависимость, конкуренция и технологические изменения, говорит Тайсон (которая входила в Консультативный совет по восстановлению экономики при президенте Обаме, сформированный после мирового экономического кризиса, чтобы содействовать выработке идей и анализу с целью оживления экономики США), привели к поляризации возможностей для работы во многих странах с развитой экономикой, с ростом занятости в высокооплачиваемых свободных, технических и управленческих профессиях, а также среди низкооплачиваемых работников секторов общественного питания, личной гигиены и охраны.

И напротив, занятость рабочих и служащих средней квалификации снизилась, особенно в обрабатывающей промышленности. Испытывающие большие трудности американские домохозяйства резко урезали сбережения, брали кредиты под залог оплаченной стоимости своего жилья и увеличивали уровни долга, чтобы поддержать потребление. Это, в свою очередь, способствовало возникновению «пузырей» на рынках жилья и кредита, которые лопнули в 2008 году, вызвав необходимость в продолжающемся до сих пор болезненном процессе сокращения заемных средств.

Она считает, что США недостаточно инвестируют в три основных направления, которые помогают стране создавать и сохранять высокооплачиваемые рабочие места: повышение квалификации и обучение рабочей силы, инфраструктуру и научные исследования и разработки.

Она ссылается на недавние исследования Майкла Спенса и Сандиле Хлатшвай, а также Дэвида Аутора относительно того, как технологические изменения и глобализация ослабляют возможности для трудоустройства и сдерживают рост заработной платы в среднем сегменте распределения навыков и профессий, хотя она утверждает, что это динамический процесс, и теперь заработная плата растет в странах, которые когда-то считались привлекательными. «Рабочие места из Китая могут начать перемещаться в другие страны».

Глобальная конкуренция порождает рост неравенства доходов в США, говорит Тайсон, которая входит в советы директоров Morgan Stanley, AT&T, Silver Spring Networks и CBRE Group, Inc. По ее словам, неблагоприятные структурные изменения на рынке труда США обусловлены тремя силами:

- технологическими изменениями с уклоном в сторону высокой квалификации, которые автоматизировали рутинную работу, одновременно повышая спрос на высокообразованных работников, имеющих, как минимум, степень бакалавра;
- глобальной конкуренцией и интеграцией рынков труда за счет торговли и аутсорсинга, которые сокращают рабочие места и снижают уровни заработной платы; и
- снижающейся конкурентоспособностью Америки как привлекательного места для размещения производства и найма рабочей силы.

Поляризация возможностей для трудоустройства происходит и в других странах. Но некоторые страны, такие как Германия, принимают какие-то ответные меры, в то время как США, согласно недавнему исследованию McKinsey, становятся менее привлекательным местом для размещения производства и занятости. Одной из причин относительного ослабления позиций США являются недостатки системы образования

страны, говорит Тайсон, которая также состоит в советах МИТ и Института международной экономики Питерсона. США, по ее словам, имеет очень неровные уровни показателей образования, которые связаны с семейным доходом: детям из бедных семей трудно поступить в колледж. Кроме того, в то время как система образования выпускает работников, чьи навыки не соответствуют требованиям для устройства на высококачественную работу, иммиграционные ограничения затрудняют привлечение и удержание способных иностранцев.

Что делать

США неоднократно пытались выработать ответные меры.

В своем влиятельном докладе «Подняться над надвигающейся бурей», вышедшем в 2005 году, Национальные академии предупредили, что конкурентные позиции США в области инноваций становятся слабее, и призвали значительно увеличить государственные инвестиции в исследования и разработки, образование и инфраструктуру, чтобы переломить эту тенденцию. Другие страны приняли это к сведению и даже позаимствовали идеи из этого доклада, но в отрезвляющем документе, последующем за ним, Национальные академии сделали вывод, что конкурентные позиции США продолжают ухудшаться.

Увеличение дефицита бюджета США, в сочетании с выходом на пенсию поколения «бэби-бума», что создает дополнительное давление на системы пенсионного обеспечения и здравоохранения, еще более усложняют одновременное преодоление всех этих разрывов и требуют принятия трудных решений.

«Эта задача очень трудна, но от ее решения не уйти», — говорит Тайсон. — Необходимо разработать план по сокращению долгосрочного дефицита, чтобы одновременно решать проблему недостаточного экономического роста и обратить вспять ослабление конкурентных позиций страны. Мы должны больше инвестировать в основы инноваций наряду с сокращением расходов на большинство других государственных программ».

Но, несмотря на эти недостатки, большая взаимозависимость в целом приносит огромную пользу, утверждает она.

«Мировое сообщество добилось впечатляющих успехов в искоренении бедности в мире (впереди еще много работы, но достигнут значительный прогресс); впечатляющих успехов в технологических прорывах, впечатляющих успехов в формировании среднего класса для мировой экономики».

Все это замечательно и является частью взаимозависимости, но взаимозависимость означает, что нестабильность в одном месте может быстро распространиться. Эффект домино реален и охватывает весь мир, и это может произойти очень быстро. А это говорит о необходимости усилить многостороннюю координацию». ■

Джереми Клифт является главным редактором журнала «Финансы и развитие».

Литература:

Cicarelli, James, and Julianne Cicarelli, 2003, *Distinguished Women Economists* (Westport, Connecticut: Praeger Publishers).

Clinton, Bill, 2004, *My Life* (New York: Alfred Knopf Publishers).

MySpace Journal, 2010, *Interview with Laura Tyson*. www.myspace.com/video/vid/102580084#pm_cmp=vid_OEV_P_P

Tyson, Laura, 1992, *Who's Bashing Whom? Trade Conflict in High-Technology Industries* (Washington: Institute for International Economics).


—, W. Dickens, and John Zysman, eds., 1988, *The Dynamics of Trade and Employment* (Ballinger).

World Economic Forum, *Global Gender Gap*. www.weforum.org/issues/global-gender-gap

Кризис и после него

Через пять лет после того, как первые потрясения на ипотечном рынке США стали предвестниками серьезнейшего глобального финансового кризиса после 1930-х годов, мировая экономика все еще не вышла из затруднительного положения.



A vibrant, stylized illustration of a rural landscape. In the center, a yellow castle with red roofs and towers stands on a hill. To the right, a large, smiling sun with rays is depicted. The landscape is filled with green trees, some with fruit like pears and grapes. A blue river flows from the top left, with fish jumping out of the water. In the foreground, there are various plants, including a cow grazing in a field. The entire scene is framed by a decorative border with floral and vine motifs.

У Великой рецессии было много причин, включая недостаточное финансовое регулирование и беспорядок в балансовых счетах, по мере того как финансовые организации, население и правительства накапливали чрезмерную задолженность. Большинство эксцессов ограничивалось странами с развитой экономикой, особенно Соединенными Штатами, и только принятие изобретательных и масштабных мер экономической политики, особенно в США, предотвратило полный глобальный финансовый обвал.

Однако рецессии, уходящие корнями в финансовые кризисы, обычно бывают глубже, и после них экономика восстанавливается медленнее, чем после спадов, не вызванных финансовым обвалом. Прошло пять лет, но подъем в США еще не окреп, а Европе, где от проблем суверенного долга страдает несколько стран, угрожает новый спад.

Великую депрессию 1930-х годов усугубило широкое распространение протекционизма, по мере того как страны стремились защитить внутренние рынки от импорта, но только усугубили положение для всех. На этот раз Группа 20-ти стран с развитой экономикой и с формирующимся рынком предупредила о такой опасности, и открытый протекционизм был в значительной мере предотвращен. Менее явный протекционизм все же появился в 2009 году, когда упал объем мировой торговли, затем ослаб в 2010 году после начала восстановления экономики, но, по всей видимости, вновь усиливается.

В отличие от предыдущих глобальных спадов, страны с формирующимся рынком и страны с низкими доходами пострадали в меньшей степени

и восстановились быстрее, чем страны с развитой экономикой в Северной Америке и Европе. Их удача отчасти объяснялась решительной экономической политикой, проводившейся перед рецессией и подготовившей многие из этих стран к борьбе со спадом. Им еще и повезло — цены на биржевые товары, на которые полагаются многие из этих стран, оставались на относительно более высоком уровне, чем в ходе предыдущих рецессий, экономика этих стран менее тесно связана с развитыми партнерами, чем в прошлом, и в их менее сложных финансовых системах было меньше долга, связанного с высокой степенью риска и вызвавшего сбой на развитых финансовых рынках. Но возможно, что страны с формирующимся рынком и страны с низкими доходами хуже подготовлены, чтобы справиться с какими-либо новыми кризисами.

А риски многочисленны. Рост цен на нефть и другие биржевые товары угрожает затруднить обеспечение устойчивости восстановления экономики. Продвижению реформы финансового регулирования мешают сопротивление и инерция. А глобальные экономические дисбалансы сохраняются, поскольку одни страны имеют значительные и стойкие профициты платежного баланса, а другие — большие дефициты.

В настоящем выпуске «Ф&Р» рассматривается положение в мире спустя пять лет после начала кризиса. Данные дают сложную и неоднозначную картину будущего мировой экономики. ■

*Джеймс Л. Роу, мл.,
«Финансы и развитие»*

Наблюдение за подъемом мировой экономики

М. Айхан Кёсе, Пракаш Лунгани и Марко Е. Терронес

У большинства стран с формирующимся рынком все в порядке, но большинство стран с развитой экономикой испытывают проблемы, и положение, по-видимому, вряд ли изменится

СО времени Второй мировой войны мир пережил четыре глобальных спада: в 1975, 1982, 1991 и 2009 годах. В эти годы средний доход граждан мира снижался — выражаясь языком экономистов, мировой валовой внутренний продукт (ВВП) в расчете на душу населения падал, и происходило общее снижение различных других показателей глобальной экономической активности. Каждая рецессия вызвала страхи экономического апокалипсиса, но всякий раз через год или два мировая экономика восстанавливалась.

Глобальный спад 2009 года, который последовал за кризисом финансовых рынков, вызванным банкротством инвестиционного банка Lehman Brothers годом ранее, был самым глубоким из четырех и в наибольшей степени синхронизированным среди различных стран. Некоторые беспокоились, что мир вновь переживет Великую депрессию 1930-х

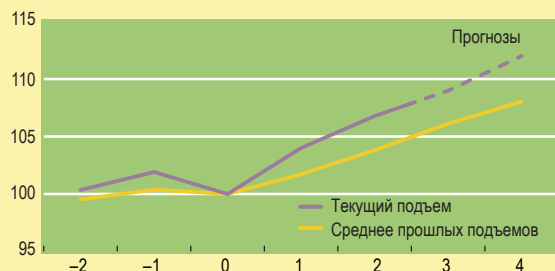
годов. К счастью, благодаря мерам политики, во многих случаях агрессивным и нетрадиционным, этого не произошло. С 2010 года мировая экономика находится на пути восстановления, хотя и неуверенного.

Рисунок 1

На верном пути

На основе мирового реального ВВП в расчете на душу населения восстановление после самого последнего спада идет быстрее, чем после трех предыдущих рецессий.

(Реальный ВВП на душу населения, индекс взят за 100 в низшей точке, взвешен по паритету покупательной способности)



Источник: оценки персонала МВФ.

Примечание. Измеряется ежегодно, ноль обозначает низшую точку рецессии.

Насколько текущий мировой подъем отличается от предыдущих в период после Второй мировой войны? Как различаются перспективы между развитыми странами и странами с формирующимся рынком? Каковы риски для подъема мировой экономики?

По медленному пути

Если выработка определения глобального спада требует определенных усилий (см. вставку), то дать определение восстановлению мировой экономики проще. Это — просто период повышения экономической активности, который следует за глобальной рецессией.

Медленный путь восстановления экономики после 2010 года был в среднем вполне схож с траекторией после трех других глобальных спадов (см. рис. 1). Более того, если прогнозы среднего мирового дохода (мировой реальный ВВП на душу населения) сбудутся, то восстановление после Великой рецессии, как она часто называется, будет происходить быстрее, чем после трех предыдущих глобальных спадов.

Однако траектория мирового дохода скрывает важнейшее отличие между странами с развитой экономикой и странами с формирующимся рынком. Подъем в развитых странах идет очень медленно по сравнению с прошлыми периодами восстановления (см. рис. 2, левая панель). Средний доход в некоторых из этих стран еще не достиг уровня до рецессии и, по прогнозам, не восстановится даже к 2014 году.

Вялый рост дохода проявляется на стороне расходов как в потреблении, так и в инвестициях. Потребление сдерживается, когда население возвращается к более безопасным отношениям долга к доходам (сокращение доли заемных средств), а инвестиции в здания и сооружения находятся на низком уровне после жилищного бума во многих странах с развитой экономикой.

Более быстрыми темпами

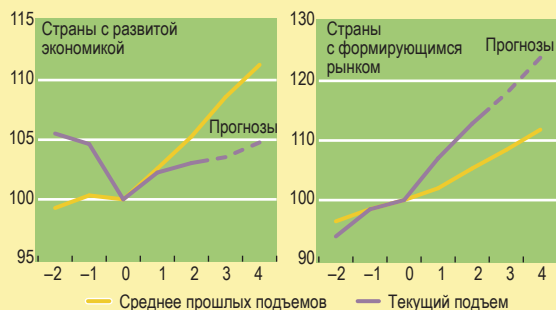
Ситуация в странах с формирующимся рынком резко отличалась от событий в странах с развитой экономикой, средние доходы в первых, как правило, быстро увеличивались, также как до Великой рецессии (см. рис. 2, правая панель). Темпы роста дохода в этих странах уже опережали рост, наблюдавшийся во время предыдущих глобальных подъемов, и, по прогнозам, в ближайшие годы будут по-прежнему их опережать.

Рисунок 2

Восстановление идет на двух скоростях

Подъем в странах с развитой экономикой до настоящего времени был намного более вялым (левая панель), чем в странах с формирующимся рынком (правая панель).

(Реальный ВВП на душу населения, индекс взят за 100 в нижней точке, взвешен по паритету покупательной способности)



Источник: оценки персонала МВФ.
Примечание. Измеряется ежегодно, ноль обозначает низшую точку рецессии.

Общемировые спады и подъемы

Фраза «мы живем в глобализованном мире» является одним из клише нашего времени — в поисковой системе Google она встречается более 700 000 раз. Удивительно, что при этом не существует общепринятого определения глобального спада, которое могло бы нам сказать, когда наш экономический мир в целом сбился с пути. Здесь используется следующее определение глобального спада: период сокращения мирового реального ВВП в расчете на душу населения, сопровождаемый общим ухудшением различных других показателей глобальной экономической активности (таких как промышленное производство, торговля, потоки капитала, потребление нефти и безработица). Эти критерии позволяют выделить в период после Второй мировой войны четыре глобальных спада: в 1975, 1982, 1991 и 2009 годах (Kose, Loungani, and Terrones, 2009). Как только установлены эти даты, определение глобального подъема дается легко: это — просто период повышения экономической активности, который следует за глобальной рецессией.

Активный рост переживают различные группы стран с формирующимся рынком. Заметным исключением являются страны Европы с формирующимся рынком, траектория восстановления которых аналогична той, которая наблюдается в странах с развитой экономикой.

Мировая торговля во время глобального спада 2009 года резко сократилась, что было одной из причин того, что эта рецессия вызвала опасения новой Великой депрессии и применения протекционистских мер правительствами, стремящимися защитить отечественные отрасли от иностранной конкуренции. Но мировая торговля восстановилась, и вновь темпы ее роста выше в странах с формирующимся рынком, чем в развитых (см. рис. 3). Вертикальная специализация, в рамках которой ряд стран участвует в процессе производства отдельных товаров, возможно, ограничила применение традиционных протекционистских мер (см. «Торговая политика: пока все в порядке?» в настоящем выпуске).

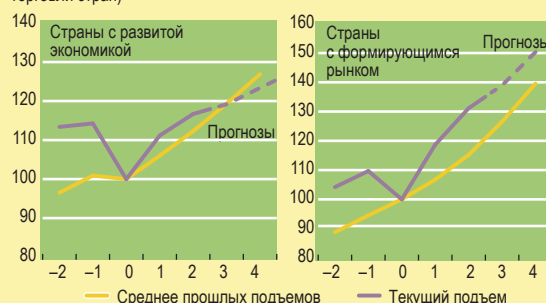
Во время текущего подъема показатели фондовых рынков в среднем были лучше, чем во время предыдущих. Это может

Рисунок 3

Восстановление торговли

Объем внешней торговли, который в разгар рецессии упал, восстановился — в большей мере в странах с формирующимся рынком (правая панель), чем в странах с развитой экономикой (левая панель).

(Объем торговли, индекс взят за 100 в нижней точке, взвешен по объемам торговли стран)



Источник: оценки персонала МВФ.
Примечание. Измеряется ежегодно, ноль обозначает низшую точку рецессии.

быть вызвано тем, что предприятия все больше действуют на глобальном уровне. А глобальная активность в целом, благодаря странам с формирующимся рынком, восстанавливается быстрее, чем после прошлых спадов.

Ожидание роста рабочих мест

Изменения в безработице, как правило, отставали от изменений доходов. С начала рецессии, когда спрос падает, компании сокращают сверхурочные и вносят другие коррективы, прежде чем начинают увольнять работников. Когда начинается подъем экономики, компании, как правило, выжидают, чтобы убедиться в том, что подъем является долговременным, прежде чем вновь нанимать работников.

Несмотря на эту задержку, в течение года изменения в доходах и безработице имеют тенденцию двигаться в тесной связке. Такая взаимосвязь, известная как закон Окуня, после того как она была изложена в статье, написанной 50 лет назад экономистом Артуром Окунем (1962), действовала во время глобального спада 2009 года.

Во время спада с 2006 по 2009 год уровень безработицы в странах с развитой экономикой повысился примерно на 2 процентных пункта. В соответствии с очень низкими темпами роста дохода в этих странах, во время подъема уровень безработицы снижается очень медленно. Даже к 2014 году уровень безработицы в странах с развитой экономикой, по прогнозам, снизится меньше, чем на 0,5 процентных пункта, то есть меньше чем на четверть прироста за время спада (см. рис. 4). В странах с формирующимся рынком, напротив, уровень безработицы во время рецессии практически не изменился и, по прогнозам, к 2014 году снизится.

Среди стран с развитой экономикой увеличение безработицы во время спада в разных странах было весьма различным. Эти различия объясняются тремя факторами: величиной роста доходов (или его отсутствием), структурными узкими местами и воздействием макроэкономической политики и политики на рынке труда.

Структурные факторы могли сыграть вспомогательную роль в некоторых странах, особенно там, где обвал на рынке жилья был одной из главных причин падения производства. Значе-

Хотя мировая экономика восстановилась, и удалось предотвратить новую Великую депрессию, подъем по-прежнему подвергается рискам.

ние мер политики, особенно мер на рынке труда, таких как распределение загрузки, могло быть важным в некоторых особых случаях, например, оно может объяснять, почему в Германии имело место снижение уровня безработицы. В Германии работодатели получали субсидии, поощряющие их сохранять работников при сокращении их часов работы и зарплаты.

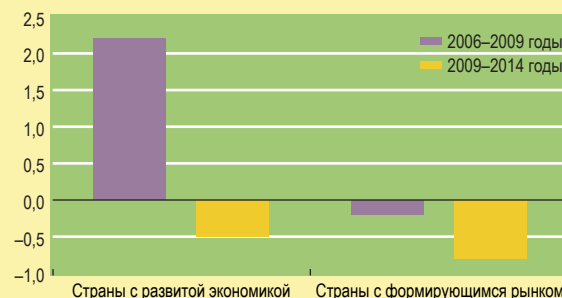
Однако самое большое значение имел фактор экономического роста. На рис. 5 показано, что в период с 2007 по 2011 год наибольшие повышения уровня безработицы произошли в Испании, Ирландии, Португалии и Соединенных Штатах. Однако в Австралии, Швейцарии, Австрии, Бельгии и Германии безработица за эти годы практически не изменилась. Эти различия между опытом стран в области безработицы можно почти полностью объяснить изменениями роста доходов в соответствующих странах. Другими словами, закон Окуня неплохо соблюдается (Ball, Leigh, and Loungani, готовится к публикации). Эта доминирующая роль роста дохода в формировании динамики рынка труда объясняет, почему в странах с развитой экономи-

Рисунок 4

В поисках работы

Уровень безработицы в странах с развитой экономикой резко поднялся, и восстановление, скорее всего, будет по-прежнему медленным. Уровень в странах с формирующимся рынком упал.

(Изменение уровня безработицы, 2006–2014 годы)



Источники: МВФ, «Перспективы развития мировой экономики», апрель 2012 года; оценки персонала МВФ.
Примечание. Данные за 2012–2014 годы являются прогнозными.

кой следует ожидать весьма медленного снижения уровня безработицы.

Повторение опыта 1992 года?

Хотя мировая экономика восстановилась, и удалось предотвратить новую Великую депрессию, подъем по-прежнему подвергается рискам. Финансовые потрясения в Европе представляют собой очевидный риск.

В этом отношении нынешняя рецессия и восстановление в странах с развитой экономикой обладают некоторыми общими чертами с рецессией и восстановлением в 1991–1992 годах. Оба спада связаны с обвалом на рынках кредита и жилья в ве-

дущих странах с развитой экономикой. В 1991 году произошли обвалы на рынках кредита и активов в США, Соединенном Королевстве, Японии и Скандинавии. Недавняя рецессия была сопряжена с серьезными проблемами на кредитном и жилищном рынках в США и ряде других стран с развитой экономикой, в том числе Ирландии, Испании и Соединенном Королевстве.

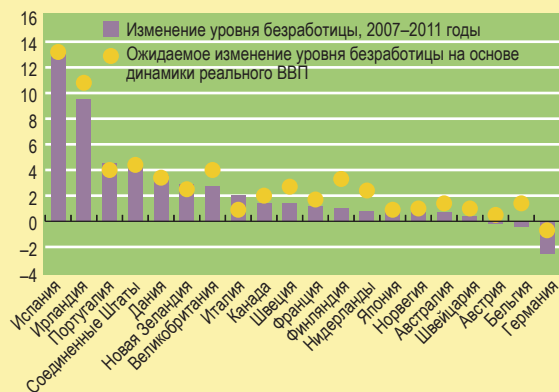
Траектория роста доходов в странах с развитой экономикой с 2010 года имела удивительное сходство с подъемом 1992 года. Оба подъема замедлялись отчасти в связи с трудностями в Европе. Предыдущий эпизод восстановления определялся спадами во многих европейских странах в период кризиса европейского механизма валютных курсов 1992–1993 годов, предшественника евро. Процентные ставки в тот период пришлось повысить для защиты механизма валютных курсов, и несколько стран Европы с развитой экономикой были вынуждены сократить свои крупные бюджетные дефициты. Это подавляло экономическую активность и вело к дальнейшему ухудшению на рынках кредита и жилья в регионе.

Рисунок 5

Неразлучны вдвоем

Изменение реального (после учета инфляции) ВВП объясняет почти все изменения уровня безработицы в странах с развитой экономикой в период с 2007 года по 2011 год.

(В процентах)



Источник: Ball, Leigh, and Loungani (готовится к печати).

В настоящее время высокие премии по суверенному долгу наносят схожий или еще больший ущерб бюджетным салдо и росту. В обоих случаях отсутствие своевременной, действенной и скоординированной стратегии экономической политики усугубило финансовые потрясения. Наблюдаются низкие темпы роста внутреннего потребления и инвестиций, вызванные последствиями финансового кризиса, — население и компании с высоким уровнем долга сокращают свою деятельность, с тем чтобы добиться более безопасного уровня долга (см. «Сокращение долга» в настоящем выпуске).

Угрожают ли нефтяные шоки восстановлению экономики?

Другая опасность для мирового подъема исходит от нефтяных шоков — возможных перебоев в поставках нефти и связанного с ними резкого повышения цен на нефть. Эти изменения сыграли определенную роль в глобальном спаде 1975 года.

В последующий период страны-импортеры нефти приняли многочисленные меры по снижению своей уязвимости по отношению к нефтяным шокам. Они увеличили число источников, из которых они импортируют нефть, уменьшив уязвимость по отношению к нарушениям поставок из какого-либо одного источника, и используют другие источники, такие как природный газ и возобновляемые источники, например энергию солнца и ветра, для замены нефти. Как в странах с развитой экономикой, так и в странах с формирующимся рынком наблюдалось повышение энергоэффективности; количество энергии, требуемой для производства одного доллара дохода, неуклонно снижается. Центральным банкам удается гораздо лучше фиксировать инфляционные ожидания, возвещая, что повышения цен на нефть не меняют долгосрочные перспективы инфляции. Поэтому общественность во многих странах меньше опасается того, что цены на нефть будут иметь инфляционные последствия, чем это было в прошлом. Повышение цен на нефть больше не ведет к раскручиванию спирали роста заработной платы и цен, как это было в 1970-е годы.

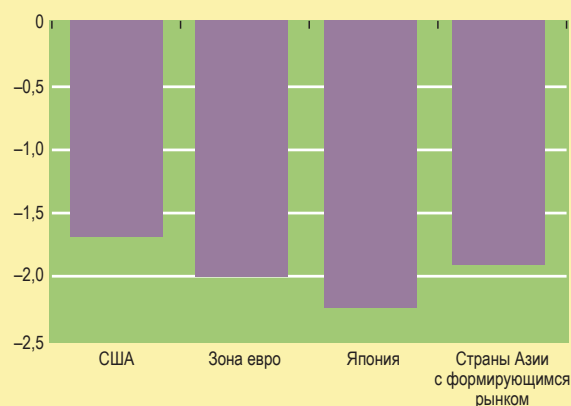
Тем не менее, хотя страны накопили некоторый потенциал для противодействия нефтяным шокам, они остаются уязвимыми по отношению к серьезным нарушениям поставок или неопределенности, вызванной чрезмерной изменчивостью цен

Рисунок 6

Нефть угрожает подъему

Повышение цен на нефть на 60 процентов нанесет серьезный ущерб производству во всем мире.

(Процентное изменение реального ВВП за два года после повышения цен)



Источник: оценки персонала МВФ.

на нефть. Согласно оценкам, повышение цены на нефть на 60 процентов за двухлетний период может уменьшить доходы США почти на два процента, при этом воздействие будет несколько более выраженным в Европе, Японии и странах Азии с формирующимся рынком (см. рис. 6).

Опасность остановки

Текущее восстановление мировой экономики по различным аспектам схоже с прошлыми эпизодами подъема, но отражает также некоторые важные различия. Расхождение между ситуацией в развитых странах и положением стран с формирующимся рынком является одним из самых удивительных результатов текущего восстановления мировой экономики. Страны с формирующимся рынком испытывают самое быстрое оживление и стали локомотивом мирового роста во время этого подъема. Для стран с развитой экономикой, напротив, текущее восстановление, по прогнозам, будет самым медленным за послевоенную эпоху. Траектория текущего восстановления в странах с развитой экономикой до настоящего времени проявляла некоторые параллели с подъемом 1992 года: как текущему подъему, так и подъему 1992 года препятствовали проблемы на финансовом рынке в развитых странах Европы. Отсутствие решения этих проблем может остановить процесс восстановления и усугубить уже не слишком благоприятные перспективы занятости. Угроза нефтяных шоков создает еще один фактор риска для перспектив мировой экономики. ■

М. Айхан Кёсе является помощником директора, Пракаш Лунгани — советником и Марко Е. Терронес — помощником директора Исследовательского департамента МВФ.

Литература:

Ball, Laurence, Daniel Leigh, and Prakash Loungani, forthcoming, "Okun's Law: Fit at 50?" IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).

Kose, M. Ayhan, Prakash Loungani, and Marco E. Terrones, 2009, "Out of the Ballpark," Finance & Development, Vol. 46, No. 2, pp. 25–28.

Okun, Arthur M., 1962, "Potential GNP: Its Measurement and Significance," Proceedings of the Business and Economic Statistics Section of the American Statistical Association, pp. 89–104.



КАК НАЛАДИТЬ СИСТЕМУ

После бурного всплеска усилий по реформированию финансового регулирования, которое, по мнению многих, способствовало глобальному финансовому кризису, темпы этой работы замедлились

*Лаура Кодрес
и Адития Нарейн*

СЛАБОЕ финансовое регулирование в странах с развитой экономикой — плохо разработанное, непрактичное и непоследовательное по отношению к разным организациям и сегментам рынка, не говоря уже о разных странах, — внесло большой вклад в самый тяжелый мировой экономический кризис со времен Великой депрессии.

Регулирование также считалось слишком мягким, официальные органы чрезмерно шли навстречу частному сектору, чтобы сократить дорогостоящее соблюдение правил. Поэтому неудивительно, что начиная с 2009 года повестка дня экономической политики лидеров Группы 20-ти стран с развитой экономикой и стран с формирующимся рынком сосредоточилась на реформе финансового регулирования, призванной содействовать преодолению системного риска и эффектов второго порядка для организаций, стран и реальной экономики, выявленных кризисом.

После 2009 года произошли значительные изменения в результате давления на международный Совет финансовой стабильности с требованием улучшить координацию мирового финансового регулирования, а также перестроить регулирование в США и Европе.

Но через пять лет после появления первых признаков кризиса на ипотечном рынке США

создается впечатление, что первый всплеск реформы регулирования замедлился, отчасти по причине усталости сторонников реформ и растущего безразличия населения, которое больше интересуется экономические последствия вялого роста и высокого уровня безработицы, чем финансовое регулирование. Глобальная финансовая отрасль также оказывала сопротивление, заняв сторону исследований, в которых подчеркивались издержки чрезмерного регулирования и риски непреднамеренных последствий изменения нормативных требований. Финансовые организации осаждают национальные официальные органы, беспокоясь о воздействии на страну мер, принятых другими странами. Директивные органы озадачены отступлением от преимуществ финансовой глобализации, в некоторых случаях в результате расхождений между странами в реализации программы реформ. В свете этого в настоящей статье рассматриваются достигнутые успехи и проблемы, требующие решения.

Прогресс

Многое уже достигнуто. Непосредственный интерес лидеров Группы 20-ти к финансовой реформе во время этого кризиса создал беспрецедентный стимул к реформе регулирования. Международную архитектуру укрепили

Совет финансовой стабильности, наделенный полномочиями по координации ответных мер органов регулирования во всем мире. Правила игры переписаны настолько основательно, что текущую реформу можно назвать «ререгулированием».

Важным достижением стало соглашение «Базель-III» о повышении и качества, и размера капитала. Это соглашение также вводит согласованные на международном уровне требования к ликвидности (денежные средства и ценные бумаги, которые можно быстро и без труда обналчить). После введения этих требований в полном объеме в конце 2017 года буферные резервы банков увеличатся, чтобы они могли противостоять внезапным стрессам, подобным пережитым в 2008 году, когда межбанковское кредитование фактически прекратилось и стоимость финансирования резко возросла. Новый сбор с капитала для так называемых глобальных системно значимых финансовых организаций — находящаяся в стадии образования международная ответная мера на риски взаимосвязанности, то есть

рынках, вместо традиционных депозитов. (см. «Что такое денежные рынки?» в этом выпуске *Ф&Р*.)

Теневая система вносила значительный вклад как в предложение экзотических и рискованных секьюритизированных продуктов, так и в спрос на эти инструменты, вызвавшие финансовый обвал в США. При секьюритизации кредиты объединяются в «общий пул» (например, ипотечные кредиты, остатки по кредитным картам, кредиты на покупку автомобиля), служащий обеспечением ценных бумаг, продаваемых инвесторам. Выплаты основной суммы и процентов по кредитам используются для оплаты владельцев ценных бумаг — обычно в виде траншей, предоставляющих разным классам инвесторов различные уровни приоритетности при выплатах. Низкие процентные ставки вызвали у инвесторов интерес к этим ценным бумагам в силу их небольшой дополнительной доходности.

Меры регулирования, призванные повысить безопасность секьюритизации, устранили многие из ее выявленных недостат-

Финансовые организации осаждают национальные официальные органы, беспокоясь о воздействии на страну мер, принятых другими странами.

возможного воздействия одной организации на другие вследствие переплетения их связанных финансовых отношений и позиций.

Концепция в американском законе Додда-Франка, согласно которой банки, «слишком важные, чтобы позволить им обанкротиться», должны иметь планы на случай своего собственного краха, указывает на то, что к их внутренней сложности и связанному с этим вторичным эффектам взаимосвязанности относятся серьезно. Эти планы (своего рода заблаговременное распоряжение финансовой организации на случай ее кончины) призваны обеспечить способность обанкротившейся организации свернуть свои операции, не нарушая работу финансовой системы. Достигнуты также успехи в когда-то считавшейся последним рубежом области — международных стандартов основ урегулирования, — которые облегчат закрытие финансовых организаций, действующих в нескольких странах.

Эпицентр кризиса

Регулирование также непосредственно направлено на определенные виды деятельности, которые лежали в основе кризиса.

Так называемая теневая банковская система, в которой финансовые учреждения занимаются деятельностью, обычно связанной с банковской, но за пределами системы регулирования банков, в настоящее время находится в центре внимания при обзоре деятельности и организаций, на которые, возможно, должен распространиться охват регулирования, известный как периметр регулирования. Значительная часть операций, оказавшихся в эпицентре глобального кризиса, проводилась между теневой системой и более официальной банковской системой. В США взаимодействие брокеров-дилеров, спонсируемых банками специальных инвестиционных структур и кондуитов, взаимных фондов денежного рынка, хеджевых фондов и различных финансовых организаций, создало растущую системную несбалансированность между долгосрочными активами и краткосрочными обязательствами, которые их финансировали. У некоторых таких организаций возникла нездоровая зависимость от более краткосрочных финансовых инструментов, аналогичных депозитам, которые обращаются на денежных

ков. Например, первоначальные кредиторы теперь должны хранить большую часть продуктов (или иметь «ставку в игре»), что вынуждает их более тщательно рассматривать степень риска базового кредита. Новые международные правила бухгалтерского учета ограничивают возможности финансовых организаций хранить секьюритизированные активы в забалансовых структурах, когда к ним могут предъявляться претензии в случае недостаточности капитала. Закон Додда-Франка требует от первоначальных кредиторов большей прозрачности относительно активов, содержащихся в этих продуктах. Действующие в настоящее время нормативы в США и Европейском союзе требуют от агентств кредитного рейтинга уделять более пристальное внимание методам составления рейтинга продуктов.

Другие виды теневой банковской деятельности также рассматриваются Советом финансовой стабильности и другими органами для выяснения того, нет ли у них такого же потенциала левиреджа и других рисков, которые могут причинить вред финансовой системе.

«На расстоянии шага»

Даже банковские операции, не имевшие непосредственного отношения к кризису, например, торговля ценными бумагами для себя (не для клиентов) и спонсируемые банками хеджевые фонды, считаются чрезмерно рискованными для организаций, получающих государственную поддержку (то есть со стороны налогоплательщиков) в качестве подстраховки. Так называемое правило Волкера в США и доклад Викерса в Соединенном Королевстве выступают за отделение традиционных операций по обслуживанию клиентов — приема депозитов и предоставления кредитов — от более рискованной деятельности, в результате которой может возникнуть риск того, что банку понадобится поддержка налогоплательщиков. Большинство банков, к которым это относится, возражают, поскольку эти инициативы, при полной их реализации, вероятно, снизят прибыль акционеров.

В то время как большинство нормативов направлено на обеспечение жизнеспособности организаций, другие нормативы призваны устранить сбои на финансовом рынке в целом. К ним

относятся меры по переводу расчетов по контрактам, обращающимся на двусторонней внебиржевой основе, в центральные контрагенты (ЦКА). Когда расчеты по достаточной доле таких контрактов будут производиться в ЦКА, а не непосредственно между двумя сторонами сделки, риск уменьшится, поскольку центральный контрагент может производить взаимозачеты денежных потоков по множественным контрактам для покупателей и продавцов. Конечно, при появлении нескольких ЦКА (что и происходит) преимущества многостороннего сальдирования уменьшаются, и для обеспечения безопасности этого ключевого элемента финансовой инфраструктуры требуются дополнительные ресурсы.

Пользуется вниманием и рынок РЕПО, на котором организации продают принадлежащие им ценные бумаги, чтобы получить краткосрочные средства, обещая выкупить их обратно в ближайшем будущем. Если такие механизмы финансирования внезапно исчезнут или станут чрезмерно дорогостоящими, некоторые опирающиеся на них организации могут столкнуться с дефицитом необходимых денежных средств, который их ослабит. Сбор и опубликование информации о стоимости РЕПО (сокращении номинальной стоимости базового залога) и категориях отвечающего требованиям залога должны способствовать созданию прочной основы для работы рынка. Несмотря на пристальное внимание к рынку РЕПО, недавно созданным рабочим группам (таким как группа, координируемая Банком международных расчетов и Федеральным Резервным банком Нью-Йорка) не удалось продвинуть реформы вперед.

Достигнуты также успехи в преодолении системных рисков при помощи мер макропруденциальной политики, которые признают, что для гарантии надежности системы в целом недостаточно поддерживать устойчивость отдельных финансовых организаций. (см. «Защита системы в целом» в мартовском выпуске *Ф&Р* 2012 года.) В более целостных макропруденциальных подходах рассматриваются некоторые базовые явления, ведущие к усилению подъемов и спадов экономического цикла в результате использования кредита и леввериджа. Эти подходы также указывают на взаимосвязанность организаций и рынков, объясняя почему проблема одной организации или рынка может быстро повлиять на другие. К принимаемым на раннем этапе мерам по решению более системных проблем относится антициклический буферный резерв капитала в рамках системы «Базель III», который требует от организаций в хорошие времена увеличивать капитал, позволяющий им лучше справиться с плохими временами, и совсем недавно согласованный дополнительный сбор с капитала глобальных системно значимых финансовых организаций.

Что еще остается сделать

Несмотря на все размышления о том, что необходимо сделать, финиш еще не так близок. Так, некоторые области, такие как объединение трансатлантических стандартов бухгалтерского учета в один мировой стандарт, меняются медленно. Кроме того, через три года после принятия лидерами мира обязательства о реализации программы реформ, страны еще не приступили к реализации некоторых из ее основных элементов — таких как меры политики для преодоления системного риска ликвидности.

В некоторой степени это предусматривалось, поскольку реализация должна была идти поэтапно, чтобы смягчить воздействие на отрасль и экономику в целом. Тем не менее, задержка реализации означает, что мир все еще подвержен тем же рискам, которые «заморозили» финансовые рынки всего три года тому назад.

Кроме того, перед реформами стоит два основных препятствия — сопротивление тому, что было уже согласовано, и неудовлетворительная реализация.

Сопrotивление согласованным реформам вначале оказывала финансовая отрасль, по мере того как первая фаза кризиса пошла на спад, но теперь сопротивление оказывают и официальные органы некоторых стран, испытывающие трудности с медленным восстановлением экономики во второй фазе кризиса. Усовершенствованные требования к капиталу и ликвидности, принятые комитетом органов регулирования всего мира, — «Базель-III», — еще не вступили в силу, хотя некоторые незначительные усовершенствования были введены как «Базель-2,5». Тем не менее, на правила системы «Базель-III» возлагается ответственность за продолжающееся сокращение доли заемных средств (сброс активов) и замедление роста кредитов. Среди стран также начался поиск виноватых, утверждается, что некоторые из них занимаются конкурентной манипуляцией — например, не соблюдая согласованные сроки.

Результаты неудовлетворительной реализации проявляются в нескольких областях. Предоставлению средств, необходимых для укрепления надзора за надлежащим обеспечением соблюдения нормативов, уделяется мало внимания. Появляется регулятивный арбитраж — эксплуатация инвесторами разных цен на рынках, вытекающих из разницы в правилах или нормативах. Только сейчас стало уделяться внимание определению способов, при помощи которых можно укрепить надзорный потенциал вообще и его автономии, мандат, ресурсы, полномочия и методы, в частности, для обеспечения применения в равной мере к разным организациям, рынкам и странам. Тем не менее, маловероятно, что автономия надзора получит статус независимости центрального банка в ближайшее время, и органам надзора по-прежнему придется иметь дело и с лобби отрасли, и с давлением государства в их стремлении повлиять на стимулы для организаций, считающихся слишком важными, чтобы позволить им обанкротиться, — которые при этом не проявляют готовности к сокращению своих размеров или охвата.

Трудный путь

Несмотря на замедление работы по реформе системы регулирования, прогресс был достигнут. Сделано то, что в общем не требовало особых усилий, и предстоит более трудная работа по решению более сложных проблем. В списке предстоящих задач:

- определение и разработка инструментов для уменьшения системного риска — ее решение пока находится на ранних стадиях развития;
- укрепление способности официальных органов справляться с последствиями, если инструменты для предупреждения системных событий не сработают;
- создание основы финансового посредничества (перевод сбережений в инвестиции) для поддержки энергичного и стабильного экономического роста, без чрезмерно нормативного характера регулирования.

Сохраняющиеся финансовые затруднения в некоторых регионах мира, в частности в Европе, сдерживают прогресс, особенно из-за дополнительных проблем, влияющих на реформу режима регулирования, когда способность суверенного правительства поддерживать финансовую систему может оказаться под угрозой.

Тем не менее, нельзя терять набранные обороты, поскольку наиболее трудные вопросы, оставшиеся нерешенными, несомненно повлияют на будущую мировую финансовую стабильность. Необходима ясность в отношении конечной цели для укрепления уверенности в будущем — ее так не хватает на данном этапе. ■

Лаура Кодрес — заместитель директора, а Адития Нарейн — начальник отдела в Департаменте денежно-кредитных систем и рынков капитала МВФ.

Торговая политика Пока все **В ПОРЯДКЕ?**

Бернард Хукман

РЕЗКИЙ спад в международной торговле в период со второго квартала 2008 года по третий квартал 2009 года был наиболее сильным из всех официально зарегистрированных спадов, даже более сильным, чем во время Великой депрессии 1930-х годов. Но, в отличие от Великой депрессии, во время экономического кризиса 2008 года и наступившей после него рецессии страны не прибегли к широкому применению протекционизма, стремясь защитить свои отрасли за счет соседей.

Напротив, программы денежно-кредитного и налогово-бюджетного стимулирования (включая поддержку определенных отраслей, таких как автомобилестроение) помогли оживить спрос и быстро восстановить глобальную торговлю (см. рис. 1). Главным фактором, объясняющим как глубину спада, так и быстрое восстановление торговли, являются международные цепочки поставок, которые объединяют многие страны в производственные процессы и которым благоприятствовала устойчивая либерализация торговли в течение последних нескольких десятилетий. Появление многополярной мировой экономики и наличие спроса, исходящего от ведущих стран с формирующимся рынком, особенно Китая, помогли оживить торговлю.

Но даже если общий уровень защиты в 2008–2011 годах существенно не возрос, были введены многочисленные меры, дискриминирующие иностранных поставщиков, и есть свидетельства того, что протекционистское давление

усиливается, отчасти в ответ на рост реальных обменных курсов в странах-экспортерах биржевых товаров, а также ввиду обеспокоенности последствиями денежно-кредитной экспансии в странах с развитой экономикой.

Активное применение мер торговой политики

Развивающиеся страны, особенно крупные страны с формирующимся рынком, наиболее активно применяли меры торговой политики. Согласно докладам о результатах мониторинга Всемирной торговой организации (ВТО), за период с начала кризиса в конце 2008 года по четвертый квартал 2011 года были введены 1243 торговые меры. Примерно три четверти из них ограничивали торговлю, и одна четверть уменьшала уровень защиты импорта. Организация Global Trade Alert (GTA) — сеть мозговых центров и институтов, занимающихся сбором информации о торговых мерах, — охватывает в своих докладах широкий спектр мер, которые могут влиять на торговлю, и сообщает о принятых с ноября 2008 года по ноябрь 2011 года 1593 мерах, из которых 1187 дискриминировали иностранных поставщиков и 406 вели к либерализации торговли. До 2008 года комплексного наблюдения за мерами политики не велось, и поэтому нельзя сказать, в какой степени эти меры указывают на общее повышение активности использования торговой политики.

Количество новых протекционистских мер достигло пика в первом квартале 2009 года

Широкого применения протекционизма во время глобального кризиса не наблюдалось, но в последнее время страны начинают двигаться в этом направлении



и пошло на спад в третьем квартале 2010 года. Однако последние данные ГТА показывают, что протекционистские меры вновь нарастают; только в третьем квартале 2011 года протекционистские меры были столь же высокими, как в худшие периоды 2009 года (Evenett, 2011).

Большинство введенных с 2008 года торговых мер, большая часть из которых не затрагивала тарифы, приходится на Группу 20-ти стран с развитой экономикой и формирующимся рынком. При этом не было значительного расширения общего применения тарифов или временных торговых барьеров, таких как антидемпинговые меры, направленные на помощь местным фирмам, пострадавшим от конкуренции со стороны импорта (Wong, 2011). Такие меры затронули только порядка двух процентов мировой торговли (Kee, Neagu, and Nicita, 2010; WTO, 2011). Тенденция к постепенной либерализации торговли, наблюдавшаяся с середины 1990-х годов, не изменилась (см. рис. 2).

Хотя общее применение тарифных мер было ограниченным, многие страны использовали нетарифные меры, такие как ограничительное лицензирование импорта и требования к уровню локализации производства, которые могли оказывать еще большее воздействие. В работе Henn and McDonald (2011) делается вывод о том, что торговые потоки, затронутые ограничениями, сократились на 5–8 процентов по сравнению с торговыми потоками той же продукции между партнерами, не затронутыми протекционистскими мерами. В то же время многие страны приняли меры политики для либерализации торговли, а также общие меры налогово-бюджетного и денежно-кредитного стимулирования, которые помогли создать спрос на импорт.

Изменения ответных мер

Страны могут быть подразделены на те, которые активно используют меры торговой политики, и те, которые воздерживались от их применения. Активно использующие меры торговой политики страны (включая такие крупные страны, как Бразилия, Индия и Китай) обычно применяют сочетание мер по ограничению и либерализации торговли. Это объясняет, почему не произошло существенного общего чистого увеличения уровня защиты на границе и имело место лишь небольшое общее воздействие на глобальную торговлю. Вместо традиционных инструментов торговой политики крупные страны с развитой экономикой, такие как Европейский союз и США, значительно шире применяли финансовую поддержку отечественных отраслей. Поскольку такая поддержка предназначена отечественным фирмам, она создает эффект протекционизма. Однако степень соответствующих искажений международной

конкуренции неизвестна. Масштабы таких мер поддержки в настоящее время значительно меньше, чем они были непосредственно после начала глобального экономического кризиса.

Производство промышленных товаров все чаще организуется на основе глобальных производственных цепочек, и товары обрабатываются (то есть добавленная стоимость создается) в нескольких странах, образующих соответствующую цепочку. Предприятия в каждой стране специализируются на конкретном процессе, ведущем к получению конечного продукта. Этот общий процесс, часто называемый вертикальной специализацией, означает, что значительная доля цены на экспортный товар, вероятно, отражает стоимость импортных вводимых ресурсов в этом товаре. Содержание импортных вводимых ресурсов в экспортных товарах во всем мире оценивается на уровне приблизительно 30 процентов (Daudin, Riffart, and Schweisguth, 2011).

В работе Gawande, Hoekman, and Cui (2011) показано, что интенсивность вертикальной специализации объясняет, почему в 2009 году тарифы оставались стабильными или понижались.

- Более высокие тарифы являются налогом на обработку вниз по цепочке, и поэтому правительства стран-импортеров заинтересованы в том, чтобы удерживать тарифы на низком уровне.

- Торговые партнеры хотят, чтобы страны, производящие используемые ими вводимые ресурсы, сохраняли торговые издержки на низком уровне, в том числе посредством низких или нулевых тарифов. Это выгодно для стран-экспортеров, расположенных ниже по производственной цепочке, а также для производителей вводимых ресурсов, так как ведет к общему увеличению экспорта (продаж конечной продукции).

- Страны-участницы широких соглашений о свободной торговле — такие как Мексика (которая участвует в Североамериканском соглашении о свободной торговле) и Турция (которая заключила таможенный союз с Европейским союзом) — или страны, имеющие связанные ставки тарифов в рамках ВТО, такие как Китай, имели значительно более ограниченные возможности для использования тарифов, чем другие страны.

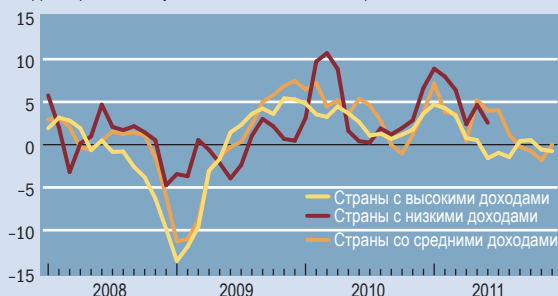
Эти выводы не означают, что в странах не раздаются требования об оказании помощи отечественным фирмам и отраслям. Но они означают, что стимулы к использованию традиционных мер торговой политики, таких как тарифы, различаются между странами и регионами. Некоторые регионы (Европа,

Рисунок 1

Снова в норме

В конце 2008 года объем глобальной торговли резко сократился, но затем он быстро восстановился и с конца 2009 года оставался устойчивым.

(Товары, объем экспорта, процентное изменение на поквартальной основе, скорректированное с учетом сезонных колебаний)



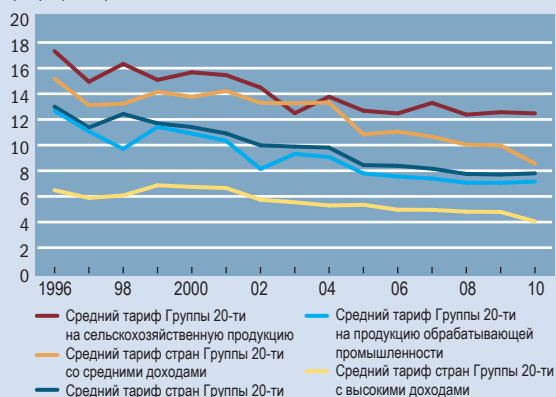
Источник: Datt, Hoekman, and Malouche (2011).

Рисунок 2

Уменьшение сборов

Во время глобального экономического кризиса не произошло общего повышения тарифов (налогов на импорт).

(В процентах)



Источники: база данных Всемирного банка «World Integrated Trade Solution»; Организация экономического сотрудничества и развития.

Примечание. Данные по тарифам России за 1996–2000 годы, Саудовской Аравии за 1996–1998 годы и 2010 год, Европейского союза за 2010 год и Южной Африки за 1998 год отсутствуют.

Северная Америка и большая часть Восточной Азии) настолько взаимосвязаны и интегрированы, что торговая политика больше не является крайне полезным инструментом для оказания помощи отечественным отраслям, даже перед лицом крупного шока со стороны внешнего спроса. Это также объясняет широкое распространение мер финансовой поддержки в Европейском союзе и США. Однако другие регионы (некоторые страны Латинской Америки и страны Африки к югу от Сахары) значительно меньше интегрированы в международные цепочки создания добавленной стоимости, и поэтому могут поддержать применение инструментов торговой политики для защиты отечественных отраслей от внешней конкуренции.

Производство промышленных товаров все чаще организуется на основе глобальных производственных цепочек, и товары обрабатываются (то есть добавленная стоимость создается) в нескольких странах.

Тучи на горизонте

На горизонте торговой политики нависли две тучи. Первая — расширение мер защиты обрабатывающей промышленности в таких странах, как Бразилия, которые менее интегрированы в глобальные цепочки создания добавленной стоимости и испытали рост реального обменного курса. Вторая — все более широкое применение мер для ограничения экспорта сельскохозяйственной продукции и природных ресурсов, что наносит ущерб торговым партнерам. В обоих случаях правительства обычно используют нетарифные меры (такие как субсидии, запреты на импорт и экспорт, дискриминационная политика государственных закупок и расширение требований по лицензированию или инспектированию продукции), которые, как правило, менее прозрачны, чем тарифы, и часто создают еще большие искажения.

Данные ВТО и ГТА показывают, что немногим менее половины всех нетарифных мер, введенных с 2008 года, носят количественный характер. Примерно одна треть из них была введена в отношении экспорта (WTO, 2011). Целью таких мер обычно является снижение внутренних цен в интересах домашних хозяйств (в случае продовольствия) и местных предприятий, занимающихся переработкой материалов. Китай, например, ввел ограничения на экспорт некоторых полезных ископаемых и сырья.

Количество мер поддержки отечественных производителей (включая требования к уровню локализации производства и национальные преференции) значительно увеличилось в 2011 году, особенно в странах Группы 20-ти с формирующимся рынком. Россия, например, ввела квоты на импорт и требования к уровню локализации производства продовольствия и автомобилей. Бразилия повысила налоги на механические транспортные средства с уровнем локализации производства в странах Меркосур (общий рынок, созданный Бразилией с Аргентиной, Парагваем и Уругваем) менее 65 процентов. Кроме того, Бразилия недавно пересмотрела торговое соглашение с Мексикой и ввела квоту на стоимость разрешенного экспорта автомобилей в Бразилию сроком на три года, а также указала, что может повысить тарифы на отдельные товары. Аргентина расширила применение неавтоматического лицензирования импорта, при котором выдача разрешений на импорт носит дискреционный характер. (Правилами ВТО предусмотрено принятие решения в течение 60 дней.) Аргентина также ввела справочные цены на многие импортируемые товары, и в настоящее время условием для получения разрешения на импорт

некоторой продукции является осуществление компенсирующего экспорта. Индонезия также ввела требования к неавтоматическому лицензированию импорта бытовой электротехники, текстиля, обуви и некоторых видов продовольствия, и некоторые из этих товаров могут импортироваться только через установленные морские порты.

Текущая тенденция вызывает беспокойство. Протекционистские меры отвлекают внимание от базовых факторов местной себестоимости, которые затрудняют конкуренцию для отечественных отраслей и препятствуют вертикальной интеграции, вместо того чтобы способствовать ей, в то время как она является доказанным фактором экономического роста в Вос-

точной Азии, Восточной Европе и Мексике. Хотя требования о принятии протекционистских мер в ряде стран с формирующимся рынком частично обусловлены макроэкономической политикой, проводимой другими странами, усиление торгового протекционизма причинит ущерб как тем странам, которые вводят такие меры, так и их торговым партнерам, уменьшая в целом перспективы роста в то время, когда мировой экономике необходимо достичь более высоких темпов роста и поддерживать их. ■

Бернард Хукман является директором Департамента международной торговли Всемирного банка.

Данная статья основана на работе "Taking Stock of Trade Protectionism Since 2008," Mohini Datt, Bernard Hoekman, and Mariem Malouche, опубликованной Всемирным банком в декабрьском выпуске "Economic Premise" 2011 года.

Литература:

- Bown, Chad, ed., 2011, *The Great Recession and Import Protection: The Role of Temporary Trade Barriers* (Washington: Center for Economic Policy Research and World Bank). See also www.voxeu.org/index.php?q=node/6914
- Daudin, Guillaume, Christine Riffart, and Danielle Schweisguth, 2011, "Who Produces for Whom in the World Economy?" *Canadian Journal of Economics*, Vol. 44, No. 4, pp. 1403–37.
- Evenett, Simon, 2011, *Resolve Falters as Global Prospects Weaken: The 9th GTA Report* (London: Center for Economic Policy Research).
- Gawande, Kishore, Bernard Hoekman, and Yue Cui, 2011, "Determinants of Trade Policy Responses to the 2008 Financial Crisis," *Policy Research Working Paper 5862* (Washington: World Bank).
- Henn, Christian, and Brad McDonald, 2011, "Protectionist Responses to the Crisis: Damage Observed in Product-Level Trade," *IMF Working Paper 11/139* (Washington: International Monetary Fund).
- Kee, Hiau Looi, Cristina Neagu, and Alessandro Nicita, 2010, "Is protectionism on the Rise? Assessing National Trade Policies during the Crisis of 2008," *Policy Research Working Paper 5274* (Washington: World Bank).
- World Trade Organization (WTO), 2011, *Report on G-20 Trade Measures* (Geneva).

Сокращение ДОЛГА

Стийн Классенс

До тех пор пока домашние хозяйства и финансовые организации не приведут в порядок свои балансы, восстановление экономики во многих странах с развитой экономикой будет задерживаться

СПУСКАТЬСЯ с горы обычно легче, чем на нее подниматься. Однако, похоже, финансы работают иначе, чем закон гравитации. Как оказалось, уменьшение долга, или так называемое «сокращение использования заемных средств», требует значительно больших трудов, чем подъем на долговую гору. Именно поэтому спады, обусловленные состоянием балансов, такие как недавно испытанный многими странами с развитой экономикой, значительно хуже, чем спады, в которых балансы не перегружены экономически неприемлемой задолженностью (см. «Наблюдение за подъемом мировой экономики» в этом выпуске *Ф&Р*).

До тех пор пока финансовые организации, домашние хозяйства и правительства в странах с развитой экономикой не приведут свои балансы к устойчивым уровням активов и долга, восстановление экономики после самого сильного мирового экономического спада со времен Великой депрессии 1930-х годов будет задерживаться.

Стоят вопросы о том, почему сокращение доли заемных средств дается с таким трудом, что правительства могут сделать, чтобы способствовать этому процессу, насколько далеко мир продвинулся в сбрасывании излишнего

долга и какие меры политики на будущее являются оптимальными.

Истоки кризиса

Большинство финансовых кризисов связано с чрезмерным уровнем заимствований. Однако они могут различаться тем, на кого именно приходится эти чрезмерные займы. В прошлом такими перегруженными заемщиками часто были правительства или корпорации. Перед недавним же кризисом слишком большие долги образовались у финансовых организаций и домашних хозяйств в странах с развитой экономикой, а также у некоторых правительств.

Самое сильное увеличение долга отмечалось у финансовых корпораций в некоторых крупнейших странах с развитой экономикой. Перед кризисом размеры их балансов увеличились в несколько раз относительно совокупной величины экономики, на которую они опирались (см. рис. 1, верхняя панель). Отношение долга к собственному капиталу (леверидж) финансовых организаций также резко повысилось (см. рис. 1, нижняя панель). Наиболее яркими примерами были некоторые крупные инвестиционные банки США и универсальные банки Европы, у которых леверидж повысился до 30-кратной величины собственного капитала, то есть во много раз по сравнению с предыдущими периодами.

У домашних хозяйств также отмечалось значительное увеличение задолженности, часто обусловленное займами на жилье и потребление. На рис. 2 (верхняя панель) показано, что в годы перед кри-

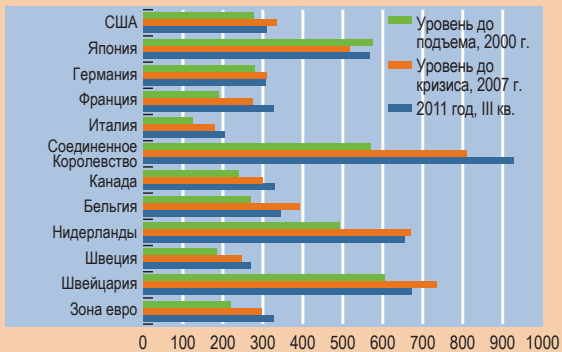


Рисунок 1

Накопление долга

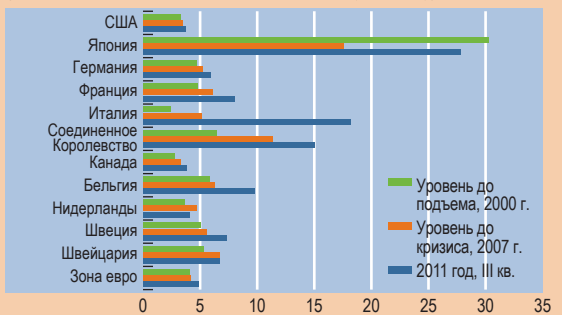
Объем задолженности на балансах финансовых организаций относительно ВВП во многих странах с развитой экономикой рос быстрыми темпами.

(Долг в процентах ВВП страны-должника)



Лeverидж (отношение финансовых активов к собственному капиталу) также резко повышалось.

(Отношение финансовых активов к собственному капиталу)



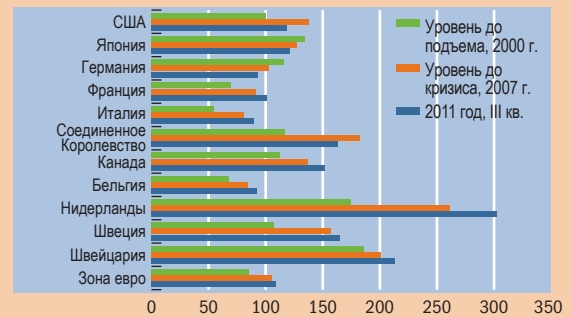
Источник: расчеты персонала МВФ.

Рисунок 2

Аппетит потребителей

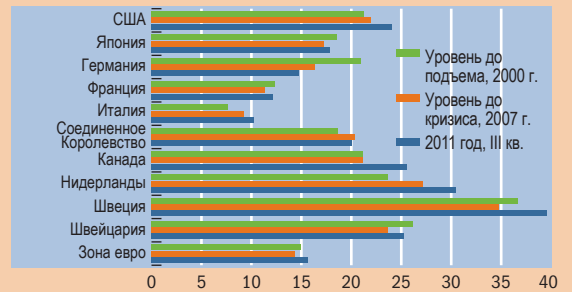
У домашних хозяйств отмечалось существенное увеличение долга относительно их располагаемого дохода вследствие заимствований на жилье и потребление.

(Долг домашних хозяйств в процентах от располагаемого дохода)



Однако в условиях бурного роста цен на жилье и фондовых цен чистая стоимость активов домашних хозяйств оставалась высокой до кризиса, с началом которого упали цены, чистая стоимость активов резко снизилась, а долг вырос.

(Долг в процентах от чистой стоимости активов домашних хозяйств)



Источник: расчеты персонала МВФ.

Примечание. Данные по отношению долга к чистой стоимости активов в Бельгии отсутствуют.

зисом почти во всех странах с развитой экономикой произошло резкое повышение отношений долга домашних хозяйств к их располагаемому доходу. Однако поскольку это сопровождалось взлетом цен на жилье и фондовых цен, займы не вели к повышению регистрировавшегося совокупного балансового левериджа — долг домашних хозяйств относительно их активов оставался в целом стабильным (рис. 2, нижняя панель). Но этот внешне благополучный показатель скрывал растущую уязвимость домашних хозяйств перед лицом резкого падения цен на активы, особенно цен на жилье. И, что важно, он также скрывал широкий разброс в степени этой подверженности риску между домашними хозяйствами. Поскольку те, кто имеют положительные позиции по активам, обычно характеризуются наличием чистых сбережений, а те, у кого отрицательные позиции по активам, как правило, расходуют относительно больше, сокращение доли заемных средств происходит чаще у тех, кто обычно больше потребляет, и потому оно оказывает непропорционально большое влияние на совокупный спрос.

В отличие от некоторых предыдущих кризисов, леверидж (отношение долга к активам) в секторе нефинансовых предприятий существенно не повышался, а в некоторых странах даже снизился по сравнению с предыдущими периодами (рис. 3). Корпорации в большинстве случаев проявляли консервативный подход к поддержанию своих балансов и часто даже увеличивали свои денежные остатки, вследствие чего их чистый долг (разность между обязательствами и финансовыми активами) уменьшался.

Почему сокращение доли заемных средств дается так тяжело?

Когда ударил кризис и цены на активы снизились, произошло резкое падение чистой стоимости активов. Домашние хозяйства и финансовые организации были вынуждены уменьшить степень своей задолженности. Этот путь вниз оказался труднее, чем путь вверх, поскольку для уменьшения долга требуется время, и не все могут, или должны, делать это в одно и то же время.

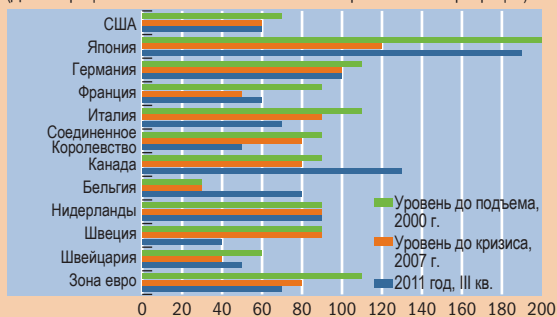
То, что сокращение доли заемных средств занимает время, лучше всего заметно при взгляде с позиций домашнего хозяйства. Чтобы сэкономить достаточно денег на собственный взнос при покупке своего первого дома, может потребоваться несколько лет. Но когда у домашнего хозяйства уже есть дом, оно может получить займы, в несколько раз превышающие его доход. В благоприятные периоды домашние хозяйства могут получать выгоды от роста цен на жилье и наблюдать еще более резкое повышение чистой стоимости своих активов. Но при снижении цен на дом полученные займы могут оказаться больше стоимости дома, что сводит на нет чистую стоимость активов. Если к этому добавляется безработица и снижение доходов — с чем сталкиваются сегодня многие домашние хозяйства в странах с развитой экономикой, — проблемы усиливаются во много раз. В самом деле, когда цены на жилье стали снижаться с 2007 года и далее, возвращая о начале глобального финансового кризиса, многие домашние хозяйства столкнулись с тем, что стоимость их активов уменьшилась относительно их долга. И в условиях сократившихся доходов и большей безработицы многим стало трудно

Рисунок 3

Сдержанность в секторе предприятий

В отличие от предыдущих кризисов, у нефинансовых корпораций не увеличивалось отношение долга к собственному капиталу и в целом сохранялось консервативное состояние балансов.

(Долг в процентах от собственного капитала нефинансовых корпораций)



Источник: расчеты персонала МВФ.

производить платежи по своим ипотечным кредитам и другим финансовым обязательствам, несмотря на рекордно низкие процентные ставки денежно-кредитной политики.

В этих обстоятельствах домашним хозяйствам необходимо увеличить сбережения для восстановления чистой стоимости своих активов. Их возможности сделать это быстро ограничены. Накопление денег на первый взнос за дом потребовало некоторого времени, и оно будет необходимо для восстановления чистой стоимости активов. А для тех, кто оказался в состоянии дефолта, на реструктуризацию займов с кредитором вполне может потребоваться год или более. Если добавить к этому время на восстановление кредитного рейтинга (чтобы можно было рефинансировать дом на более благоприятных условиях), общий процесс сокращения доли заемных средств может с легкостью занять несколько лет.

Так это выглядит на микроэкономическом уровне. На агрегированном, или макроэкономическом, уровне это более сложно. Когда экономить начинают все одновременно, общий результат оказывается хуже. Если многие домашние хозяйства внезапно начинают наибольшую часть средств направлять в состав сбережений, происходит значительное сокращение совокупного спроса, что уменьшает объем производства и ведет к повышению безработицы и снижению доходов, а это, в свою очередь, вынуждает еще большее количество людей уменьшать использование заемных средств. Если сразу многие люди пытаются продать свои дома, чтобы получить за них деньги, цены на жилье могут еще более снизиться, ведя к увеличению количества дефолтов и взысканий имущества за неуплату долгов, далее ужесточая условия кредитования для других заемщиков. Эти круги негативных взаимовлияний, как их называют экономисты, провоцируют срочные распродажи, приводящие к тому, что цены на жилье опускаются ниже своих равновесных уровней.

История подтверждает, что процесс сокращения доли заемных средств является медленным. В странах с развитой экономикой в последние тридцать лет те крахи и спады в жилищной сфере, которым предшествовали более крупные всплески долга домашних хозяйств, как правило, оказывались более глубокими и продолжительными (IMF, 2012). А именно, представляется, что сочетание снижения цен на жилье с повышением левериджа в период перед крахом объясняет глубину спада. В частности, потребление домашних хозяйств в странах с высоким долгом сократилось на величину, в четыре раза большую, что может объясняться просто влиянием, которое оказывает падение цен на жилье на благосостояние. Этот более значительный спад не определялся одним только финансовым кризисом. Взаимосвязь между

долгом домашних хозяйств и сокращением потребления также отмечается в странах, где в период вблизи жилищного краха не было банковского кризиса.

Финансовым организациям также сложно сократить использование заемных средств, и когда они уменьшают свою задолженность, этот процесс может вызывать такие же или еще худшие макроэкономические последствия, чем когда это делают домашние хозяйства. Увеличение необслуживаемых кредитов, падение стоимости ценных бумаг в портфелях банков (ухудшающее отношение долга к собственному капиталу банка) или ужесточение норм регулирования после финансового кризиса может заставить банки восстанавливать нормальное состояние своих балансов. Однако, также как и домашние хозяйства, банки могут добиться лишь небольшой экономии — за счет сокращения дивидендов и уменьшения заработной платы. Они могут улучшить состояние своих балансов за счет привлечения нового капитала, но часто они к этому несклонны, и быстрое привлечение капитала может быть связано с большими издержками.

Вместо этого банки часто исправляют состояние своих балансов за счет избавления от рискованных активов, то есть сокращая новые кредиты. Но такая реакция наносит вред реальной экономике, поскольку она ведет к уменьшению доступности внешнего финансирования. Если финансовый сектор не готов предоставлять новое финансирование, может произойти резкое сокращение кредитования, при котором домашние хозяйства и корпорации вынуждены уменьшать долю используемых заемных средств, что, в свою очередь, подавляюще действует на инвестиции и потребление. Это может вызывать порочный круг падения совокупного объема производства и экономической активности, уменьшения доходов, ухудшения качества кредитов и снижения цен на активы, за чем следует еще более усиленное сокращение используемых заемных средств.

Могут ли правительства исправить ситуацию?

В истории было множество случаев, когда значительное повышение левериджа частного сектора заканчивалось финансовым кризисом, например, в странах Скандинавии и Восточной Азии в 1990-х годах. Исследования показали, что за финансовыми кризисами такого типа следуют длительные и глубокие спады, при которых таким важнейшим показателям, как безработица и цены на жилье, требуется намного больше времени, чтобы достичь своей наихудшей переломной точки, чем в случае обыкновенной рецессии. Однако в некоторых случаях отмечалось быстрое восстановление экономики, поскольку правительство было в состоянии заменить частный спрос государственными закупками. Например, столкнувшись с крупным кризисом в начале 1990-х годов, частные заемщики Швеции с чрезмерным уровнем задолженности уменьшили свои обязательства за счет резкого сокращения расходов. Шведское правительство, у которого было лучшее положение с кредитом, чем у частного сектора, повысило свои расходы, допустив крупный бюджетный дефицит. Одновременно с этим государство провело ускоренную реструктуризацию финансовой системы, а центральный банк снизил процентные ставки. Благодаря параллельной корректировке обменного курса удалось остановить падение экономической активности, началось восстановление экономики, и тогда государство смогло начать процесс уменьшения своего долга.

К сожалению, для многих стран с развитой экономикой этот путь сейчас не столь легко доступен, как в 1990-х годах. Государственный долг был на высоком уровне уже до финансового кризиса, и начали принимать угрожающие размеры другие обязательства, в частности, те, которые связаны с пенсиями, медицинской и другими социальными службами. Спад привел к крупным бюджетным дефицитам, в основном вследствие снижения экономической активности и дальнейшего увеличения расходов, а частично также в связи с рекапитализацией банков, поскольку правительства направили значительные объемы ресурсов банкам

и другим финансовым организациям, чтобы удержать их на плаву. В результате кредитоспособность многих стран стала подвергаться сомнению, и многие правительства не могут с легкостью увеличивать свои расходы для защиты экономики от вынужденного сужения деятельности частного сектора. Это было особенно заметно в случае стран, находящихся на периферии зоны евро, правительствам которых пришлось сократить свои расходы.

И тем не менее, правительства могут играть значительную роль. Полезную роль могут сыграть программы реструктуризации долга домашних хозяйств, такие как в США в 1930-х годах и в Исландии сегодня. Правительство США перевело на себя примерно каждый пятый ипотечный кредит, продлило сроки погашения и снизило процентные ставки, а во многих случаях провело списание основной суммы, тем самым существенно снизив бремя выплаты долгов и уменьшив количество дефол-



Только США и Германия добились успехов в снижении отношения долга к ВВП в финансовом секторе.

тов и конфискации за неуплату среди домашних хозяйств. Подобные меры могут способствовать разрыву самовоспроизводящихся циклов дефолтов домашних хозяйств, дальнейших снижений цен на жилье и усиливающегося падения производства.

Каково наше сегодняшнее положение?

Прогресс в сокращении доли заемных средств на сегодняшний день различается по конкретным секторам экономики и по странам. На рис. 1, 2 и 3 также представлена общая картина состояния долга домашних хозяйств, финансового сектора и сектора предприятий по состоянию на третий квартал 2011 года. Простое сравнение текущих коэффициентов долга и левериджа с уровнями до бурного подъема (2000 год) свидетельствует о том, что домашним хозяйствам предстоит проделать большой путь до восстановления нормального состояния своих балансов. Финансовому сектору также требуется существенно уменьшить отношение своего долга к ВВП и обязательств к собственному капиталу. Сектора предприятий в большинстве случаев находятся в лучшем состоянии.

Некоторые страны находятся в этом процессе несколько впереди других. В Германии отношение долга домашних хозяйств к доходам уже снизилось. В США этот коэффициент также уменьшился по сравнению со своим пиковым уровнем, но в основном вследствие дефолтов, приведших к ликвидации долгов. В Соединенном Королевстве с начала кризиса произошло некоторое уменьшение долга домашних хозяйств относительно доходов, хотя его уровень остается высоким. Однако в большинстве других стран долг домашних хозяйств еще не вернулся до своего докризисного уровня или даже продолжает повышаться. Например, леверидж домашних хозяйств продолжает повышаться во Франции и Нидерландах, отчасти вследствие снижения цен на жилье.

В финансовом секторе различных стран в целом отмечался прогресс в сокращении доли заемных средств. В США и Германии, хотя и удалось добиться успехов в снижении отношения долга к ВВП в финансовом секторе, оно по-прежнему не вернулось к своему докризисному уровню. В таких странах, как Италия, Канада, Соединенное Королевство и Франция, сокращение доли используемых заемных средств в финансовом секторе пока не произошло, и либо отношение долга к ВВП, либо отношение долга к собственному капиталу (либо оба эти показателя) по-прежнему находятся на достаточно высоком уровне.

Хотя в большинстве стран леверидж нефинансовых корпораций не повысился, в некоторых (прежде всего в Японии

и Канаде) нефинансовый сектор продолжает нести тяжелое бремя задолженности.

Меры государственной политики могут изменить ситуацию

Восстановление нормального состояния балансов займет длительное время. Хотя в частном секторе наблюдается определенное продвижение, этот процесс еще далек от завершения. А у многих правительств бюджетные проблемы столь велики, что они не могут заполнить пробел в спросе, вызываемый сокращением доли заемных средств.

Однако в некоторых отношениях это медленное течение процесса является хорошей новостью. Как обсуждалось выше, слишком быстрое сокращение доли заемных средств, особенно финан-

совыми организациями, может привести к ухудшению общих экономических показателей вследствие уменьшения совокупного спроса и активности. В некоторых странах есть обнадеживающие признаки улучшения балансов без неблагоприятных макроэкономических последствий. Принципиальной задачей для всех стран является приведение в норму балансов надлежащими темпами: не слишком быстро, не слишком медленно.

Государственная политика может иметь решающее значение. Стандартные рекомендации по достижению упорядоченного всеобщего сокращения доли заемных средств включают следующие элементы.

- Директивным органам следует тщательно координировать финансовую, макроэкономическую и структурную политику, чтобы обеспечивать хорошее состояние финансовой системы для поддержки экономики.

- В дополнение к идущему увеличению капитала банков и резервных фондов на покрытие возможных убытков (см. «Как наладить систему» в этом выпуске *Ф&Р*) принципиально важно добиться дальнейшего прогресса в реструктуризации и санации банков, с поддержкой со стороны государства по мере необходимости. Директивным органам требуется контролировать, чтобы банки проявляли надлежащую сдержанность в выплатах дивидендов и вознаграждения своим сотрудникам для сохранения буферных запасов капитала, которые могут амортизировать убытки.

- В некоторых странах требуется доведение ипотечной задолженности домашних хозяйств до экономически приемлемого уровня за счет программ, способствующих некоторому списанию основной суммы долга.

- Во многих странах необходимо очертить путь к бюджетной консолидации, чтобы обеспечить или восстановить платежеспособность в глазах финансовых рынков, но траектория снижения долга не должна препятствовать восстановлению экономической активности в ближайшей перспективе.

Чтобы не допустить негативных вторичных эффектов, директивным органам следует координировать свои меры и не допускать создания чрезмерно благоприятных условий только для своих собственных экономических и финансовых систем. ■

Стийн Классенс — заместитель директора Исследовательско-го департамента МВФ.

Литература:
International Monetary Fund (IMF), 2012, "Dealing with Household Debt," World Economic Outlook, Chapter 3 (Washington, April).

Свидетели ОБВАЛА

Страны с формирующимся рынком и страны с низкими доходами перенесли глобальную рецессию. Смогут ли они пережить дальнейшие потрясения?

Сарват Джахан и Брэд Макдоналд

СТРАНЫ с формирующимся рынком и страны с низкими доходами имели беспрецедентно высокие экономические показатели в период, предшествовавший мировому финансовому кризису. Опыт разных стран неодинаков, но с 2003 по 2007 год годовой рост ВВП с поправкой на инфляцию в обеих группах стран составлял в среднем от семи до восьми процентов — значительно выше темпов 1990-х годов. Удалось добиться снижения инфляции до однозначных показателей. Эти экономические достижения во многом объяснялись последовательными структурными реформами, которые повысили конкурентоспособность и устойчивость этих стран, и совершенствованием налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики. Этот устойчивый экономический рост также привел к сокращению бедности — основного целевого показателя Целей развития тысячелетия (ЦРТ), установленных ООН в 2000 году (МВФ и Всемирный банк, разные годы).

Благодаря хорошему состоянию экономики многих стран с формирующимся рынком и стран с низкими доходами они смогли принять меры для борьбы с мировой рецессией, начавшейся в 2008 году непосредственно после финансового кризиса в странах с развитой экономикой. Эти невинные свидетели, если угодно, смогли значительно быстрее справиться с рецессией, чем страны с развитой экономикой. Кроме того, многие из них воспользовались быстрым восстановлением цен на биржевые товары.

Но справятся ли эти свидетели так же удачно с еще одним глобальным спадом или другим серьезным экономическим потрясением? Это будет зависеть от того, насколько хорошо они подготовятся.


Попали под «огонь»

Мировой экономический и финансовый кризис начался в странах с развитой экономикой, но страны с формирующимся рынком и страны с низкими доходами временно оказались на «линии огня» (см. рис. 1 и таблицу). Снизились темпы их роста, хотя и в меньшей степени, чем в странах с низкими доходами. Потрясения, вызванные мировым кризисом, воздействуют на страны с формирующимся рынком и страны с низкими доходами по нескольким основным каналам: снизился спрос на их экспорт, усилилась нестабильность на валютных рынках, ужесточилось финансирование торговли и другие формы кредитования, а прямые иностранные инвестиции со-

кратились. Глобальная мрачная ситуация и неопределенность также сдерживают внутренние инвестиции. Все это последовало за быстрым ростом цен на продовольствие и топливо в 2007–2008 годах, который начал ослаблять торговые балансы и позиции по официальным резервам, за исключением стран-экспортеров биржевых товаров, и потребовал увеличения расходов на социальные нужды.

Более решительные меры политики перед кризисом сыграли важную роль в восстановлении. Темпы инфляции от низких до умеренных, достаточный объем международных резервов, укрепление налогово-бюджетных счетов и уменьшение долга обеспечили «пространство для применения мер политики», которое было необходимо многим странам для принятия энергичных мер по борьбе с рецессией.

Несмотря на первоначальное ужесточение политики органами денежно-кредитного регулирования во многих странах с формирующимся рынком и странах с низкими доходами для укрепления доверия и сдерживания воздействия финансового кризиса, по мере усиления риска распространения финансового кризиса на реальную экономику, центральные банки снизили процентные ставки и пошли на повышение гибкости обменных курсов. Почти три четверти стран с формирующимся рынком и более половины стран с низкими доходами смягчили как денежно-кредитные, так и налогово-бюджетные условия в 2009 году.



Сборочный конвейер в Сананде, Индия, на котором производится автомобиль Tata Nano, названный «самой дешевой машиной в мире».

Особенно резко изменились бюджетные условия, с увеличением медианного бюджетного дефицита в странах с формирующимся рынком и странах с низкими доходами примерно на 3¼ процента ВВП (см. рис. 2). В значительной степени это отражает «эффекты автоматических стабилизаторов», таких как снижение доходов (налоги снижаются при сокращении объема производства). Если бы бюджетные позиции были слабее и уровни задолженности выше, как в прошлом, правительствам пришлось бы повысить налоги или снизить расходы — или сделать и то, и другое. Помимо предоставления возможности работать автоматическим стабилизаторам, страны, располагавшие более значительными буферными резервами, приняли энергичные ответные меры, увеличив расходы.

Беспрецедентные ответные меры

Для стран с низкими доходами ответные меры налогово-бюджетной политики были беспрецедентными. Их исходная макроэкономическая позиция не была столь прочной, как в случае стран с формирующимся рынком, но положение было намного лучше, чем в предыдущие кризисы. Официальные резервы типичной страны с низкими доходами почти вдвое превышали их уровень начала предыдущих кризисов. Темпы инфляции, бюджетные дефициты, дефициты счета текущих операций и уровни внешнего долга составляли примерно половину наблюдавшихся в начале предыдущих кризисов (IMF, 2010a).

Во время предыдущих кризисов, как в 1982 и 1991 годах, странам с низкими доходами пришлось сократить свои дефициты бюджета. В 2009 году типичная страна с низкими доходами увеличила свой бюджетный дефицит на 2,7 процента ВВП. Реальные расходы (с корректировкой на инфляцию) возросли на семь процентов. Более половины потребностей в финансировании, вызванных ростом дефицитов бюджета, было удовлетворено из внутренних источников; в то же время МВФ и другие внешние кредиторы вмешались в события, предоставив крупные суммы льготного (по ставкам ниже рыночных) и другого финансирования.

Воздействие показателей стран с развитой экономикой на другие страны вновь наблюдалось в 2010 и 2011 году. Восстановление мировой экономики в 2010 году значительно усилило эффект антициклических мер при быстром подъеме в большинстве стран с низкими доходами и особенно в странах с формирующимся рынком. Возобновились потоки капитала, и повысились темпы роста кредита; во многих странах с формирующимся рынком значительно увеличилось промышленное

производство. Инфляция начала вызывать беспокойство в странах с формирующимся рынком и некоторых странах с низкими доходами, особенно когда восстановление экономики начало стимулировать мировые цены на биржевые товары. Но в 2011 году финансовые потрясения и замедление экономического роста распространились на страны с формирующимся рынком и страны с низкими доходами, что говорит о том, что, несмотря на некоторое ослабление взаимозависимости, высокие темпы роста и быстрое развитие этих стран все еще зависят от высоких темпов роста в странах с развитой экономикой (Canuto and Leipziger, 2012).

Риски и меры по их смягчению

Несмотря на то что страны с формирующимся рынком и страны с низкими доходами хорошо перенесли кризис, они должны быть готовы к дальнейшей нестабильности мировой экономики. С начала 2012 года, по всей видимости, в зоне евро начинается умеренная рецессия, и в других странах с развитой экономикой возможен слабый и неровный рост. Неблагоприятное воздействие стран с развитой экономикой на страны с формирующимся рынком может вызвать продолжающееся замедление роста в странах с формирующимся рынком. К другим рискам, нависающим над миром, относятся неблагоприятный шок предложения нефти или снижение потенциала роста в самих странах с формирующимся рынком, что также скажется на странах с низкими доходами вследствие расширения экономических связей между двумя группами стран. Несмотря на возобновление роста в большинстве стран с низкими доходами, они по-прежнему уязвимы, особенно при колебаниях цен на биржевые товары и других шоках мировых цен. И страны с формирующимся рынком, и страны с низкими доходами должны проводить осмыслительную политику для обеспечения своей устойчивости.

Важнейшее значение для стран с формирующимся рынком имеет неуклонное продвижение к мягкой посадке по мере замедления внутреннего роста в условиях нестабильности потоков капитала, потенциальных кредитных бумов и возможно ухудшения внешней конъюнктуры. Условия в этих странах неодинаковы: когда инфляционное давление ослабевает (как в большинстве стран Латинской Америки), можно смягчить денежно-кредитную политику для противодействия рискам снижения активности и, когда это необходимо, ее следует дополнить усилением финансового надзора, чтобы предотвратить перегрев экономики в таких секторах, как операции с недвижимым имуществом. При ослаблении инфляционного давления, прочных государственных финансах и значительных внешних

Неодинаковые последствия

Медианные страны с формирующимся рынком и страны с развитой экономикой пережили аналогичный спад объема производства и цен на фондовых рынках во время мирового кризиса, но дисперсия среди стран с формирующимся рынком была значительно выше.

Обвал объема производства	Страны с формирующимся рынком	Страны с развитой экономикой
Медиана	-4,9	-4,5
25-й процентиль	-8,4	-6,6
75-й процентиль	-2,0	-2,9
Обвал фондового рынка		
Медиана	-57,1	-55,4
25-й процентиль	-72,0	-64,1
75-й процентиль	-45,2	-49,0

Источник: IMF (2010b).

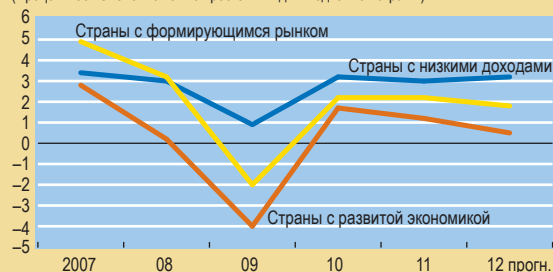
Примечание. Обвал объема производства измеряется в процентном изменении ВВП от высшей до низшей точки. Обвал фондового рынка измеряется в процентном изменении внутренних цен на акции от высшей до низшей точки.

Рисунок 1

Сильно пострадали

Страны с формирующимся рынком пострадали сильнее, чем страны с низкими доходами во время мирового кризиса в силу своих более тесных связей со странами с развитой экономикой.

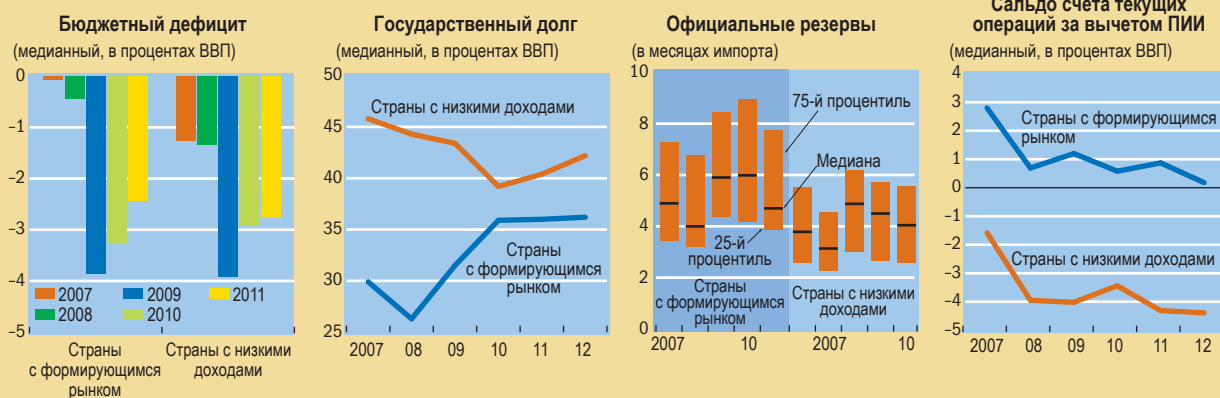
(Процентное изменение темпов роста ВВП для медианной страны)



Источник: МВФ и Всемирный банк, «Доклад по вопросам глобального мониторинга», апрель 2012 года.

На этапе восстановления

Ряд показателей экономики как стран с низкими доходами, так и стран с формирующимся рынком улучшился со времен рецессии, но страны с низкими доходами особенно уязвимы в случае нового спада.



Источник: МВФ, апрельский выпуск «Перспектив развития мировой экономики» 2012 года.
Примечание. ПИИ — прямые иностранные инвестиции.

профицитах существует возможность увеличить расходы — включая, в ряде случаев, социальные расходы (IMF, 2012a). В других странах, в частности на Ближнем Востоке и в Северной Африке, важнейший вопрос заключается в том, как стимулировать энергичный, устойчивый и всеобъемлющий рост, с достаточным числом рабочих мест в частном секторе для поглощения быстро растущей рабочей силы, и развивать прочные институты, обеспечивающие качественное управление. Когда возможности принятия мер политики более ограничены, например, инфляционным давлением, необходимо более осторожно подходить к либерализации политики.

Перед странами с низкими доходами стоит сложная задача экономической политики, связанная с поддержанием равновесия. В большинстве стран с низкими доходами буферные резервы для целей макроэкономической политики слабее, чем в 2008 году. Размеры дефицитов бюджета и долга превышают докризисные, указывая, что страны будут в меньшей степени способны принимать меры контрциклической налогово-бюджетной политики для смягчения негативных последствий нового шока. С 2009 года дефициты счета текущих операций (исключая прямые иностранные инвестиции) и дефициты бюджета увеличились, а объем иностранных резервов (по отношению к импорту) уменьшился. До тех пор пока не будут восстановлены такие буферные резервы, странам с низкими доходами будет труднее справляться с будущими внешними шоками (IMF, 2010a и 2011a). Если бюджетные проблемы в странах с развитой экономикой приведут к сокращению внешней помощи, страны с низкими доходами могут стать еще более уязвимыми. Странам с низкими доходами придется постепенно сокращать дефициты и долг, постепенно наращивая валютные резервы. В то же время эти страны сталкиваются с острой необходимостью в расходах на инвестиции, стимулирующие рост, и социальные нужды.

Ресурсы, используемые для восстановления буферных резервов, не могут использоваться для инвестиций, призванных стимулировать будущий рост, или удовлетворения насущных потребностей, связанных с развитием. Но у стран с низкими доходами есть возможность сделать этот компромиссный выбор, например, при помощи укрепления внутренних доходов и совершенствования своих систем управления государственными расходами. Страны с низкими доходами могут ввести более гибкие и прочные системы социальной защиты, чтобы в случае шока трансферты можно было бы без промедления и с меньшими затратами направить уязвимым группам населения. В более

длительной перспективе страны с низкими доходами могут проводить реформы для поощрения внутренних сбережений и развития своих финансовых систем. Необходимо повышение как объема, так и качества инвестиций в государственную инфраструктуру, а также инвестиции в человеческий капитал посредством эффективной политики в сфере здравоохранения и образования (IMF, 2012b).

Кроме того, страны могут приступить к использованию финансовых рынков для хеджирования рисков. Страны с низкими доходами могут расширить применение рыночных инструментов хеджирования, таких как страхование от стихийных бедствий, и долговых инструментов с условиями погашения, обусловленными шоками, которые могут смягчить последствия этих шоков (IMF, 2011b). ■

Сарват Джахан — экономист, Брэд Макдоналд — заместитель начальника подразделения Департамента стратегии, политики и анализа МВФ.

Литература:

- Canuto, Otaviano, and Danny Leipziger, 2012, "Ascent after Decline: Challenges of Growth," PREM Economic Premise, No. 75 (Washington: World Bank).
- International Monetary Fund (IMF), 2010a, "Emerging from the Global Crisis: Macroeconomic Challenges Facing Low-Income Countries" (Washington).
- , 2010b, "How Did Emerging Markets Cope in the Crisis?" (Washington).
- , 2011a, "Managing Global Growth Risks and Commodity Price Shocks—Vulnerabilities and Policy Challenges for Low-Income Countries," IMF Policy Paper (Washington).
- , 2011b, "Managing Volatility in Low-Income Countries—The Role and Potential for Contingent Financial Instruments," IMF Policy Paper (Washington).
- , 2012a, "Global Economic Prospects and Policy Changes," prepared by IMF staff for Meeting of G20 Finance Ministers and Central Bank Governors, February 25–26.
- , 2012b, "Low-income Countries Remain Vulnerable in Global Downturns," IMF Survey, January 10.
- , and World Bank, various years, Global Monitoring Report (Washington).

СТАБИЛЬНОЕ НЕРАВНОВЕСИЕ

Мохамед А. Эль-Эриан

ГЛОБАЛЬНЫЕ дисбалансы несколько уменьшились в последние годы, главным образом из-за глобального экономического спада, а не целенаправленных мер политики. Однако дисбалансы остаются устойчиво высокими, и существует усиливающийся риск того, что, как и перед началом глобального финансового кризиса, страны могут потерять бдительность, что приведет к опасному бездействию.

В преддверии Великой рецессии такие дисбалансы были широко признаны, но какие-либо устойчивые корректирующие меры политики не были приняты. МВФ действительно проводил консультации со странами, которые имели крупный устойчивый дефицит платежного баланса, такими как США, а также странами, которые накопили значительный профицит, такими как Китай и крупные производители нефти. Но эти консультации не дали весомого результата.

Тем временем слишком многие «попали в ловушку», ссылаясь на особые причины, по которым исторически неустойчивые дисбалансы могут в действительности стать устойчивыми. Вместо этого данные дисбалансы лишь еще более разогрели огонь глобального экономического кризиса.

В настоящее время вновь усиливается риск того, что мир не сможет решить проблему дисбалансов, но на этот раз не только из-за самоуспокоения стран, но и из-за того, что экономисты и разработчики политики не в состоянии прийти к единому мнению относительно анализа ситуации. Без общего анализа трудно выработать эффективные договоренности по мерам политики и достичь должного понимания общей ответственности как стран с профицитом, так и стран с дефицитом.

В конечном итоге настанет момент, когда странам с дефицитом окажется трудным продолжать осуществлять расходы, сумма которых намного превышает их доходы. Тем временем страны с профицитом обнаружат, что их устойчивый профицит подрывает будущий экономический рост. Для обеих сторон

дисбалансы станут экономически неприемлемыми, что может существенно нарушить глобальный экономический рост.

Медленный экономический подъем

Страны мира еще не полностью оправились после глобального финансового кризиса 2008 года. Страны с развитой экономикой по-прежнему пытаются преодолеть вялые темпы экономического роста, недостаточные темпы создания рабочих мест и растущее неравенство по доходам и богатству. Усилились геополитические риски, в том числе риски, ведущие к росту цен на нефть. В то же время слишком многие политики в США и Европе продолжают колебаться и спорить, вместо того чтобы искать пути устранения структурных препятствий занятости и экономическому росту.

Экономический рост в странах с формирующимся рынком продолжает опережать рост в их экономически более развитых контрагентах, но он замедляется. Одной из причин служат проблемы в странах с развитой экономикой, но таким же фактором служат трудности решения задач политики, связанных с «переходным этапом стран со средними доходами», как его назвал лауреат Нобелевской премии Майкл Спенс, когда стоимость производства в стране достигает уровня, затрудняющего ее конкуренцию со странами с более низкими доходами, в то время как ее институциональный потенциал еще не позволяет ей перейти в категорию стран с развитой экономикой.

На фоне данного глобального экономического сценария темпы корректировки дисбалансов по счетам текущих операций, начавшейся после глобального финансового кризиса, не были поддержаны устойчивым образом (см. рисунок), а структура дисбалансов беспокоит своей схожестью с ситуацией до кризиса.

Произошедшая корректировка была вызвана негативными, а не позитивными причинами. Она отражает воздействие Великой



Устойчивые крупные профициты и дефициты платежей угрожают долгосрочному глобальному экономическому благосостоянию и финансовой стабильности

рецессии на спрос в странах с развитой экономикой: торговый дефицит в таких странах, как США, уменьшился с ростом безработицы до необычно высокого и устойчивого уровня. Позднее корректировка частично сократилась с началом экономического подъема в этих странах, но не вследствие устойчивых реформ, а во многом в результате массированных инъекций ликвидности центральными банками и перманентного снижения нормы сбережений домашних хозяйств.

На долю США по-прежнему приходится значительная часть базового дефицита, одна треть на настоящее время в сравнении с одной второй до начала кризиса. С другой стороны, половина глобального профицита приходится всего на пять стран, что аналогично ситуации до начала кризиса.

Что касается наиболее чувствительного и системного из всех двусторонних дисбалансов, баланса торговли Китая и США, то он продолжал ухудшаться и в настоящее время превышает средний уровень 2006–2008 годов. Тем временем крупный дисбаланс между Германией и странами на периферии Европы остается усугубляющим фактором и без того сложного и запутанного регионального долгового кризиса.

Причины дисбалансов

В научной литературе нет единства мнений относительно причин и значения устойчивости дисбалансов, а также того, что может или должно быть сделано для их устранения. По-видимому, экономисты как никогда расходятся в своих оценках.

Неудивительно, что при отсутствии единого анализа результаты инициатив на уровне политики также разочаровывают. В одной стране за другой внутренние соображения перевешивают над глобальными целями. Славные дни

международной координации политики, кульминацией которых был чрезвычайно успешный Лондонский саммит Группы 20-ти стран с развитой экономикой и формирующимся рынком в апреле 2009 года, уступили место сравнительно слабым встречам. И поскольку Программа взаимной оценки, наблюдать за выполнением которой Группа 20-ти поручила МВФ, еще только формируется, основанный на мерах политики прогресс в устранении глобальных дисбалансов был ограниченным.

В научной литературе выдвигаются различные причины по поводу появления устойчивых глобальных дисбалансов и неудачных попыток их устранения. Они затрудняют деятельность разработчиков политики, которые уже и так сталкиваются с отсутствием идеальных инструментов, и они располагают ограниченной гибкостью, после того как, по всем меркам, было предпринято необычно агрессивное использование налогово-бюджетных и денежно-кредитных мер с целью предотвратить глобальную депрессию.

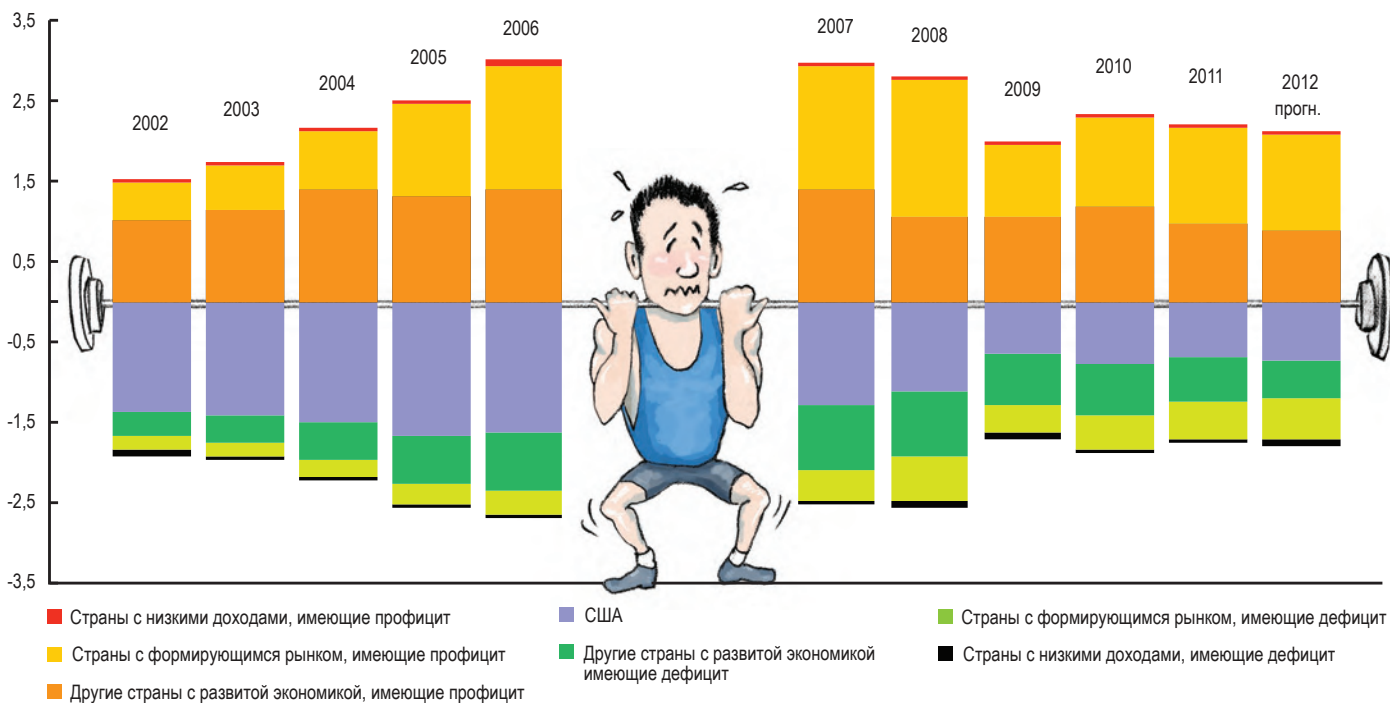
Некоторые эксперты утверждают, что глобальные дисбалансы являются результатом принятых решений в области макроэкономической политики. Другие отмечают структурную роль национальных сбережений и ту легкость, с которой излишние средства могут быть инвестированы в других странах. Существует также категория лиц, которые рассматривают дисбалансы как отражение все более устаревающей международной валютной системы.

Ни одно из объяснений не является доминирующим в литературе и имеет достаточно большое число сторонников, что скорее отражает сложность момента, а не несостоятельность экономической науки.

Устойчивые дисбалансы

Сокращение глобального дисбаланса платежей не продолжилось после Великой рецессии.

(Дисбаланс глобального счета текущих операций, в процентах мирового ВВП)



Источник: МВФ, «Перспективы развития мировой экономики» (2012 год).
Примечание. Глобальное статистическое расхождение не показано.

Глобальная экономика в настоящее время находится в разгаре *эпохальных структурных* корректировок на национальном, региональном и международном уровнях, так как доминирующая и динамичная роль стран со старой развитой экономикой переходит к странам с формирующимся рынком. Данная корректировка происходит в период, вобравший в себя крайне необычный экономический спад, приведший к таким экспериментам в области экономической политики в странах с развитой экономикой, пытающихся вырваться из рецессии, которые еще недавно были бы сочтены невообразимыми. Эти факторы также объясняют то, почему на рынках наблюдается тенденция к резким колебаниям, в то время как инвесторы мечутся от рискованных решений к неприятию риска.

Перспектива

В этих условиях лучше, что мы можем ожидать в предстоящие месяцы как от стран с профицитом, так и стран с дефицитом, это поверхностные корректировки, а не крупные и устойчивые инициативы в области политики.

Экономика США будет продолжать постепенно залечивать раны, но в ней вряд ли произойдут необходимые структурные реформы, чтобы положить начало динамичному и устойчивому экономическому росту. В Европе будут вестись обсуждения реформ, но по-прежнему будут доминировать вопросы финансового сектора. В странах с формирующимся

Лучшее, что мы можем ожидать в предстоящие месяцы как от стран с профицитом, так и от стран с дефицитом, это поверхностные корректировки, а не крупные и устойчивые инициативы в области политики.

рынком сомнения, вызванные неопределенными глобальными условиями, воспрепятствуют каким-либо масштабным попыткам скорректировать политику как на благо потребителей, так и на благо производителей.

Если только не произойдет экономической катастрофы, в краткосрочной перспективе трудно представить себе значительные изменения как уровня, так и структуры глобальных дисбалансов. Наиболее вероятным сценарием представляется сохранение текущей ситуации в мире.

Краткосрочные перспективы далеко не радужны. Так, большинство ученых, которые не имеют единства мнений по другим вопросам, высказывают опасения тем, что устойчивые дисбалансы подвергают глобальную экономику риску неожиданной остановки инвестиционных потоков, как произошло в четвертом квартале 2008 года. Тогда средства перестали поступать в страны с формирующимся рынком и были направлены в надежные активы, такие как государственные ценные бумаги США, и именно это произошло недавно в Европе.

Особое беспокойство вызывает валютное размежевание в Европе и ухудшение финансовых условий для США. Оба отклонения имеют низкую вероятность, но влекут за собой катастрофические потрясения, и ни одна страна не защищена от негативных вторичных эффектов. Экономисты также указывают на растущие риски валютных войн и протекционизма (это беспокойство неоднократно высказывал министр финансов Бразилии Гвидо Мантега).

Наиболее точной характеристикой глобальных дисбалансов является состояние «стабильного неравновесия». Оно может сохраниться в течение некоторого времени. Но в этом случае глобальная экономика будет продолжать отклоняться от равновесия, ведущего к высоким темпам глобального экономического роста, устойчивому созданию рабочих мест и надежности финансового сектора.

Два пути

Существует два способа преодолеть в среднесрочной перспективе укоренившееся и, в конечном итоге, неприемлемое противоречие стабильного неравновесия.

Неблагоприятным выходом из ситуации является новая рецессия в странах с развитой экономикой. Она может быть вызвана повторной вспышкой долгового кризиса в Европе, дальнейшим скачком цен на нефть в силу геополитических потрясений или нарушением работы рынка из-за по-прежнему чрезмерной доли заемных средств некоторых учреждений и сегментов рынка. Ответные меры политики неизбежно будут менее эффективными, так как балансы центральных банков в ведущих странах с развитой экономикой вздулись до 20–30 процентов ВВП, в то время как уровни дефицита и задолженности остаются высокими.

Более оптимальным решением является принятие разработчиками политики активных превентивных мер. Такое решение, вероятно, должно быть трехгранным: одновременное урегулирование как кратко-, так и долгосрочных проблем политики, осуществление ряда среднесрочных корректив по мере поступления большего объема информации о воздействии изменений политики и высокая степень международной координации при более эффективной и положительной роли МВФ как проводника политики, информационного центра и надежного советника.

При данном сценарии США восстанавливают конкурентоспособность и экономический рост, Европа реформируется в более устойчивый и гармоничный экономический союз, а системно важные страны с формирующимся рынком стимулируют свой растущий средний класс не только к производству, но и потреблению. Все эти изменения должны произойти одновременно при выполнении МВФ роли эффективного и заслуживающего доверие координатора.

Мы не должны недооценивать потенциал такой комплексной политики для повышения экономического роста. Помимо устранения препятствий, которые неоднократно тормозили глобальную экономику и подвергали ее финансовым кризисам, такие изменения позволят также мобилизовать значительный частный капитал, который в настоящее время находится в состоянии выжидания. Приток этого капитала будет дополнительно стимулировать инвестиции, производство, занятость, торговлю и более справедливое распределение доходов.

Благосостояние миллионов людей во всем мире зависит от действий международного сообщества по решению этой трудной задачи. ■

Мохамед А. Эль-Эриан является генеральным директором и содиректором по инвестициям глобальной инвестиционной фирмы Pimco, управляющей активами на сумму 1,8 трлн долларов США.

БУМ на рынке биржевых товаров

Глобальный экономический кризис затронул цены на биржевые товары в значительно меньшей степени, чем во время предыдущих рецессий. Долгосрочные перспективы представляются еще менее ясными.

Томас Хелблинг

ВЫСОКИЕ цены на биржевые товары были отличительной чертой глобального экономического бума с 2003 года по середину 2008 года (см. рис. 1). Когда разразился глобальный финансовый кризис и началась Великая рецессия, цены обвалились, и окончание бума на рынке биржевых товаров казалось неизбежным. Вместо этого цены на биржевые товары восстановились на начальной стадии экономического подъема, и к концу 2010 года цены на многие биржевые товары были близки к докризисному уровню или превысили его. За исключением нефти, так как на ее цену влияют возросшие геополитические риски нарушения поставок, биржевые товары потеряли часть своей привлекательности с замедлением глобальной экономической активности в 2011 году.

Недавнее ослабление цен может просто отражать трудное состояние глобальной экономики, но также поднимает вопрос о том, не настало ли время для переоценки перспектив для рынков биржевых товаров. Прогнозы цен мало помогают. Они часто не способны предугадать либо направленность, либо устойчивость ценовых изменений. В данной статье рассматриваются изменения цен на рынке биржевых товаров со времени глобального финансового кризиса в свете последних исследований причин возникновения бумов на рынке биржевых товаров, в которых подчеркивается взаимосвязь шоков спроса и предложения и низкий уровень запасов как основных факторов бумов (Carter and Smith, 2011). Вопрос заключается в том, изменил ли глобальный финансовый кризис эти взаимосвязи, а если изменил, то каким образом.

Факторы спроса

Что касается стороны спроса, то неожиданное устойчивое ускорение темпов экономического роста стран с формирующимся рынком и развивающихся стран стало одним из главных факторов, вызвавших бум цен на биржевые товары в начале 2000-х годов. Такое ускорение роста в странах, в которых активность обычно в большей степени зависит от биржевых товаров, чем в странах с развитой экономикой, привело к усилению глобального спроса на биржевые товары даже в то время, когда он ослабевал в странах с развитой экономикой. Средние темпы увеличения глобального спроса на многие биржевые товары в последнее десятилетие были значительно выше, чем в 1980-х или 1990-х годах.

Глобальный финансовый кризис и Великая рецессия лишь незначительно замедлили экономический рост стран с формирующимся рынком и развивающихся стран, реальный ВВП и активность промышленности в которых быстро восстановились до уровня докризисных трендов, в то время как показатели стран с развитой экономикой продолжали ослабевать. Политика макроэкономического стимулирования ускорила экономический подъ-

ем в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах, особенно в Китае, в которых сильная политика стимулирования еще более подогрела инвестиции в деятельность, связанную с интенсивным использованием биржевых товаров, что в значительной степени подстегнуло оживление на рынках биржевых товаров. Энергичный экономический подъем в странах с формирующимся рынком объясняет быстрое восстановление спроса на биржевые товары уже в середине 2009 года. Цены восстановились.

Глобальный спрос на базовые металлы, например, превзошел докризисные максимумы в первом квартале 2010 года (см. рис. 2). Аналогичным образом, глобальный спрос на нефть возрос в 2010 году приблизительно на 3¼ процента: эти темпы близки к предыдущему пику увеличения спроса в 2004 году.

Это указывает на то, что глобальный финансовый кризис не привел к коренным изменениям спроса на рынках биржевых товаров. Доход на душу населения в основных странах с формирующимся рынком остается на уровне, при котором спрос на биржевые товары растет с увеличением доходов. Спрос в этих странах, помимо цикла деловой активности, обусловлен долгосрочными структурными факторами, что объясняет необычную продолжительность текущего бума цен на биржевые товары (Radetzki, 2006).

Ответная реакция предложения

Что касается стороны предложения, существует важная разница между шоками предложения (неожиданным нарушением

Рисунок 1

Резкие повороты

Цены на биржевые товары неуклонно повышались на протяжении 2000-х годов, пока не начался глобальный экономический кризис, после чего они резко упали, а затем восстановились.

(II кв. 2008 г. = 100, постоянные цены в долларах США)



Источники: МВФ, база данных системы цен на первичные биржевые товары; Haver Analytics.

производства биржевых товаров) и *ответной реакцией предложения* на увеличение спроса.

Шоки предложения сыграли важную роль в случае нескольких недавних всплесков цен, особенно цен на основные виды зерна в 2010 году и 2006–2007 годах. Например, резкий рост цен на продовольствие во второй половине 2010 года был вызван нарушениями предложения, обусловленными погодными условиями: засухой и лесными пожарами в России, Украине и Казахстане, а также поздние наводнениями в Азии.

Реакция мировых цен на нарушение предложения зависит не только от степени сокращения производства, но и от размера запасов, которые могут сыграть роль буферов. Взаимодействие низких первоначальных запасов и нарушения предложения в течение последнего десятилетия служило важным фактором резкого роста цен на продовольствие. Чем ниже запасы относительно потребления, тем менее охотно держатели запасов будут продавать их по любым ценам. Запасы относительно потребления существенно снизились за последнее десятилетие. На момент пика цен на продовольствие в 2008 году они были на низком уровне по сравнению с запасами при буме цен на продовольствие и биржевые товары в 1973–1974 годах. Высокие урожаи в конце 2008, 2009 и 2011 годов позволили их несколько восполнить, но сохранение высокого спроса препятствовало восстановлению запасов материальных оборотных средств, и физические запасы остаются на сравнительно низком уровне. Поскольку доступность и стоимость кредита сказываются на стоимости поддержания запасов, представляется обоснованным увязать некоторые причины низкого уровня низких запасов продовольствия с финансовым кризисом. Однако у нас мало данных в поддержку этого предположения. В действительности они уже были низкими на момент начала кризиса. Более того, финансовые условия, как представляется, не препятствовали накоплению запасов базовых металлов или нефти. В случае данных циклических биржевых товаров запасы начали быстро расти с началом Великой рецессии, так как спрос снижался быстрее, чем предложение, и спотовые цены упали. Однако ситуация быстро изменилась после того, как действовали меры стимулирования, и участники рынка, по-видимому, были готовы поглотить избыточное предложение.

Еще одним фактором, объясняющим высокие цены на биржевые товары до и после кризиса, является медленная реакция производителей на неожиданное увеличение спроса на биржевые товары. Повлияла также высокая стоимость разработки соответствующих месторождений. Инвестиции в добычу полезных ископаемых и углеводородов резко возросли, так как они в основном не испытывали ограничений доступа к кредитованию и финансированию, которые затронули многих потенциальных заемщиков. Однако новые мощности медленно вводились

в эксплуатацию, что отражало как возросший разрыв во времени между разведкой и разработкой новых производственных мощностей в области добычи полезных ископаемых и углеводородов, так и структурные препятствия, такие как политика ограничения в некоторых странах разведочных работ и инвестиций.

Реакция предложения была наиболее острой в нефтяном секторе, как и во время глобального экономического бума середины 2000-х годов. Производственные мощности наращивались медленно, так как новые месторождения и повышение степени извлечения с трудом компенсировали сокращение производства на основных нефтяных месторождениях, разработанных в 1950-х–1970-х годах. Основным источником дополнительных поставок были дорогостоящие проекты. Резкое увеличение производства более трудной для добычи нефти в США показывает, что технический прогресс по-прежнему способен обеспечивать новые источники поставок. Однако такие источники в целом являются небольшими и вряд ли приведут к увеличению глобального потенциала предложения нефти в ближайшие несколько лет.

Возрождение сектора биржевых товаров после вялых 1980-х и 1990-х годов не было остановлено глобальным финансовым кризисом, Великой рецессией или последующим неравномерным экономическим подъемом. Два основных фактора оживления в секторе (более высокий экономический рост в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах и ограниченное предложение) сохраняются.

Новые силы

Однако это не означает, что характер возрождения сектора биржевых товаров будет оставаться неизменным. Действуют и другие силы. Меняются источники экономического роста в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах. Например, в Китае последний пятилетний план правительства ставит своей целью перевести экономику от роста на основе инвестиций к росту на основе потребления. Это, вероятно, изменит характер спроса на биржевые товары в Китае. В частности, по мере сокращения доли строительства в экономической активности рост спроса на биржевые товары, используемые в строительстве, по-видимому, будет замедляться. В то же время глобальная экономика адаптируется к более высоким ценам на биржевые товары. Инновации и поиск менее дорогостоящих заменителей, в конечном итоге, приведут к снижению спроса и увеличению предложения. Например, возобновляется добыча на законсервированных месторождениях, так как высокие цены делают их использование вновь рентабельным. Низкие цены на природный газ в США (благодаря революции, произведенной сланцевым газом) почти неизбежно приведут к более широкому использованию этого топлива, возможно даже транспортными средствами, работающими на природном газе. Тем не менее, адаптация к высоким ценам является постепенной и вряд ли вызовет быстрое снижение цен на биржевые товары.

Экономические детерминанты, по-видимому, остаются неизменными, но перспективы глобального роста по-прежнему являются неопределенными (и не только из-за относительно слабых перспектив и необычно высокой уязвимости стран с развитой экономикой). Безусловно, эти риски принижают перспективы внешнего спроса для стран с формирующимся рынком. Однако экономический рост этих стран также зависит от их внутреннего потенциала, а в некоторых случаях — строго и иногда даже чрезмерного роста кредитования. ■

Томас Хелблинг — начальник отдела Исследовательского департамента МВФ.

Литература:

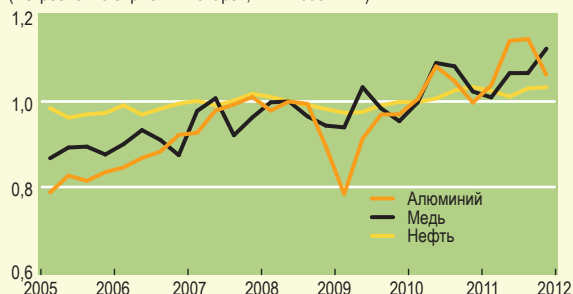
Carter, Colin A., and Aaron Smith, 2011, "Commodity Booms and Busts," *Annual Review of Resource Economics*, Vol. 3, No. 1, pp. 87–118.
Radetzki, Marian, 2006, "The Anatomy of Three Commodity Booms," *Resources Policy*, Vol. 31, No. 1, pp. 56–64.

Рисунок 2

Быстрое восстановление

Спрос на базовые металлы и нефть восстановился вскоре после резкого спада, вызванного глобальной рецессией в конце 2008 года.

(Потребление биржевых товаров, II кв. 2008 г. = 1)



Источники: Международное энергетическое агентство, Всемирное бюро статистики металлов.

Вода для людей

Глобальный целевой показатель по безопасной питьевой воде выполнен, но более 780 млн людей все еще не имеют доступа к чистой воде

СОГЛАСНО совместному докладу Детского фонда ООН (ЮНИСЕФ) и Всемирной организации здравоохранения (ВОЗ), с 1990 года более двух миллиардов людей обрели доступ к более качественным источникам воды, таким как трубопроводы и защищенные колодцы. Почти 6,1 млрд человек, или 89 процентов мирового населения, пользовались безопасной питьевой водой в 2010 году. Это превышает целевой показатель доступа к безопасной питьевой воде на 2015 год, 88 процентов, установленный в Целях развития Декларации тысячелетия (ЦРТ).

Целевой показатель ЦРТ по питьевой воде выполнен.

(Охват водоснабжением, в процентах)



Примечание. Целевой показатель по питьевой воде не включает прямого измерения качества питьевой воды. Для контроля выполнения ЦРТ применяется показатель «использование улучшенного источника воды». Этот замещающий индикатор может не соответствовать рекомендуемым методам в докладе ВОЗ «Руководство по контролю качества питьевой воды» (2011 год).

Большая часть улучшения снабжения питьевой водой была достигнута путем использования трубопроводов и других улучшенных источников.

(Охват водоснабжением, в процентах)

- Поверхностные источники воды
- Источники без улучшений
- Другие улучшенные источники
- Водопровод в жилых домах



1990 2010

89%
МИРОВОГО НАСЕЛЕНИЯ
ПОЛЬЗОВАЛОСЬ
БЕЗОПАСНОЙ ПИТЬЕВОЙ
ВОДОЙ В 2010 ГОДУ

Неоднозначный прогресс

За этими глобальными цифрами скрываются огромные различия между регионами и странами. Лишь 61 процент населения в странах Африки к югу от Сахары имеет доступ к улучшенным источникам питьевой воды, по сравнению с 90 или более процентами в странах Латинской Америки и Карибского бассейна, Северной Африки и значительной части Азии. Более 40 процентов всех людей, не имеющих доступа к безопасной питьевой воде, живут в странах Африки к югу от Сахары. Лишь 19 из 50 стран в этом регионе идут по графику для достижения этого целевого показателя к 2015 году.

63%

МИРОВОГО НАСЕЛЕНИЯ
ИМЕЛО ДОСТУП К СРЕДСТВАМ
САНИТАРИИ В 2010 ГОДУ

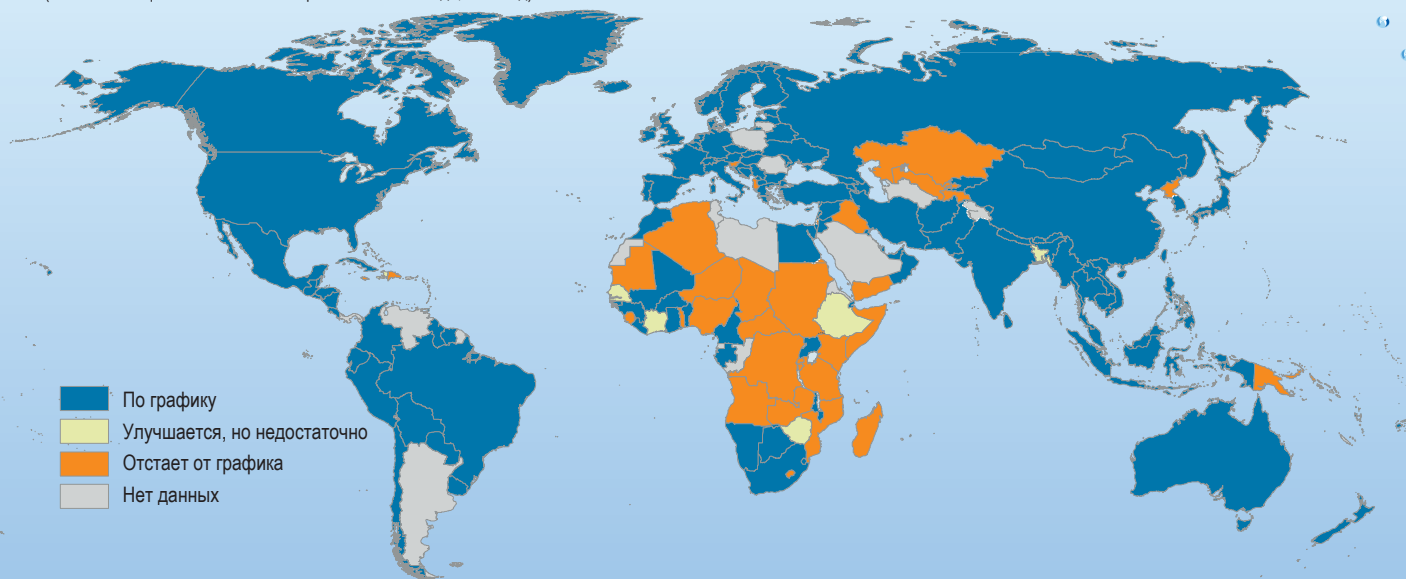
Но целевой показатель ЦРТ по санитарии, возможно, не будет выполнен.

(Охват санитарией, в процентах)



Страны Африки к югу от Сахары и страны Тихого океана отстают от графика выполнения целевого показателя ЦРТ по питьевой воде.

(Выполнение целевого показателя ЦРТ по питьевой воде, 2010 год)



Путь к всеобщему доступу

Доклад ЮНИСЕФ-ВОЗ показывает, почему эта работа далеко не закончена. Более 780 млн людей все еще не имеют доступа к безопасной питьевой воде, и маловероятно, что мир выполнит целевой показатель ЦРТ по доступу к средствам санитарии. Необходимо продолжать усилия, призванные сократить разрыв между городом и сельской местностью и неравенство, связанное с бедностью, резко расширить охват в странах Африки к югу от Сахары и Тихоокеанского бассейна, развивать глобальный контроль за качеством питьевой воды, наверстать отставание от графика по санитарии и расширить целевой показатель ЦРТ, приблизив его к всеобщему охвату. ■



Нигерийские женщины несут воду.

Подготовила Натали Рамирес-Джумена. Текст и графики по материалам доклада «Прогресс в области снабжения питьевой водой и санитарии», опубликованного ЮНИСЕФ и ВОЗ в 2012 году. Текст доклада имеется на веб-странице www.who.int/publications/en/



Переход на ЭКОЛОГИЧЕСКИЕ ТЕХНОЛОГИИ

Люк Эйро и Бенедикт Клементс

**Инвестиции
в экологически
чистые
технологии
увеличиваются
во всем мире**

ИЗМЕНЕНИЕ климата является одной из самых актуальных проблем, стоящих перед планетой. Оно вызвано, в основном, техногенными выбросами парниковых газов при сжигании ископаемого топлива и изменениями в землепользовании. Выбросы парниковых газов ведут к глобальному потеплению, смогу и кислотным дождям, они отрицательно сказываются на здоровье населения. Несколько исследований указывают на потенциально катастрофические последствия для людей, если выбросы парниковых газов не сократятся (Stern, 2007).

Но изменение климата влечет за собой не только экологические и медицинские последствия. Вероятны и важные экономические последствия ввиду далеко идущего воздействия растущих температур, повышения уровня моря и экстремальных погодных условий на производство и производительность.

Кроме того, изменение климата, скорее всего, ухудшит бюджетные позиции правительств, как в результате снижения налоговых поступлений, так и программы расходов — и, что важно, через дорогостоящие стратегии, необходимые для смягчения последствий изменения климата и адаптации поведения и производства к новым условиям (IMF, 2008a and 2008b). Эти расходы и риски указывают на неустойчивость сложившейся структуры энергопотребления, но переход к модели с низкими выбросами углерода потребует значительных инвестиций в альтернативные, так называемые «зеленые» источники энергии.

Несмотря на значение, которое придается увеличению «зеленых» инвестиций, этой теме посвящены на удивление немногочисленные исследования. Это относительно новая концепция, и в экономической литературе нет ее точного определения. Кроме того, данных немно-

го, и они разбросаны по различным источникам. Мы постараемся заполнить этот пробел, предложив определение «зеленых» инвестиций и анализ их тенденций и макроэкономических детерминант за последнее десятилетие в странах с развитой экономикой и странах с формирующимся рынком. Результаты предоставляют ценную информацию для директивных органов, стремящихся идти по пути к более «зеленой» или экологически чистой экономике.

«Зеленые» инвестиции

Стандартного определения «зеленых» инвестиций не существует. Мы определяем их как инвестиции, необходимые для значительного сокращения выбросов парниковых газов и веществ, загрязняющих воздух. Существует несколько способов снижения выбросов парниковых газов, поэтому «зеленые» инвестиции могут осуществляться в различных формах.

- **Инвестиции, способствующие уменьшению загрязнения окружающей среды при производстве энергии.** «Зеленые» инвестиции включают переход энергоснабжения от ископаемого топлива к менее загрязняющим окружающую среду альтернативам как источников электроэнергии (например, ветровой, солнечной, атомной, гидроэнергии) или прямых источников энергии (например, биотопливо, такое как этанол из кукурузы или сахарного тростника). Концепция «зеленых» инвестиций распространяется не только на новые экологические технологии, такие как ветровая и фотоэлектрическая солнечная энергетика, но на более известные технологии, такие как атомная и гидроэнергетика. Для сохранения простого различия между производством энергии из ископаемого топлива и альтернативами с низким уровнем выбросов, в наше понятие «зеленых» инвестиций включаются инвестиции в ядерную энергетiku. Некоторые утверждают, что в связи с радиоактивными отходами ядерной энергетики она должна исключаться из любой концепции «зеленых» или экологических расходов. Мы все же ее включаем, потому что наше определение основано на влиянии инвестиций на выбросы газов. Биотопливо также входит в наше определение «зеленых» инвестиций. При его спорном влиянии на выбросы углекислого газа, оно является возобновляемым источником энергии и, следовательно, считается в нашем анализе экологическим.

- **Инвестиции, снижающие потребление энергии.** «Зеленые» инвестиции также включают технологии, снижающие энергоемкость производства товаров и предоставления услуг, что повышает энергоэффективность. В секторе электроэнергетики есть возможности для повышения эффективности производства электроэнергии (переход на сверхкритические угольные электростанции, которые отличаются высокой эффективностью и сжигают меньше угля), а также ее передачи и распределения (например, с помощью более эффективных сетей). Есть и потенциал для повышения эффективности в транспорте — за счет использования более экономичных и гибридных автомобилей, а также более широкого использования общественного транспорта. В промышленном оборудовании можно повысить эффективность благодаря энергосберегающей технике и совершенствованию переработки отходов. В строительстве эффективность можно повысить, совершенствуя теплоизоляцию и системы охлаждения.

От «коричневых» источников энергии к «зеленым»

Экологические технологии (ядерные и возобновляемые, такие как солнечная, ветровая и гидроэнергетика) уже играют важную роль в производстве электроэнергии. В 2008 году примерно одна треть мировой электроэнергии генерировалась из ядерных и возобновляемых источников, а две трети — из обычных, или «коричневых» источников, таких как уголь, газ и нефть (см. рис. 1, график слева). Эти доли были относительно стабильными на протяжении времени. Однако начиная со второй половины 1990-х годов

экологическое производство энергии перешло от гидро — и ядерной энергии к другим возобновляемым источникам. Эти другие возобновляемые технологии внесли значительный вклад в наращивание мощностей по производству электроэнергии в последние годы. Например, на их долю пришлось около одной трети увеличения мощностей в 2009 году (см. рис. 1, график справа).

В течение последнего десятилетия проводились многочисленные государственные программы — главным образом, в странах с развитой экономикой и странах с формирующимся рынком, входящих в Организацию экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), — для стимулирования производства или потребления энергии, получаемой из возобновляемых источников. Число стран, устанавливающих какой-либо целевой показатель экономической политики или проводящих

Существует также потенциал повышения эффективности в секторе транспорта.

политику поддержки, в последние годы почти удвоилось — с 55 стран в начале 2005 года до более 100 стран к началу 2010 года.

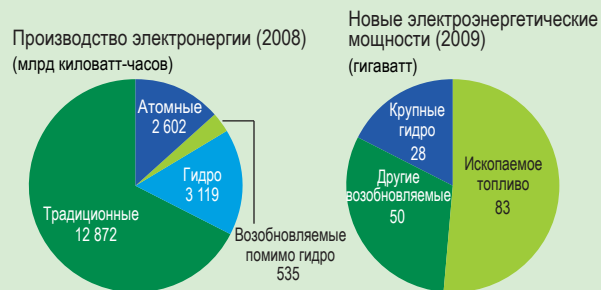
Планы поддержки, как правило, преследуют три основные цели: сократить выбросы углекислого газа и предотвратить изменение климата, укрепить энергетическую безопасность путем диверсификации видов энергии, а также стимулировать экономический рост путем развития конкуренции, создания рабочих мест и инноваций в новых отраслях.

Наиболее распространенными формами политики поддержки производства электроэнергии из возобновляемых источников являются специальные стимулирующие тарифы (принятые в 50 странах и 25 штатах или провинциях по состоянию на начало 2010 года) и стандарты возобновляемого портфеля (применяемые в 10 странах и 46 штатах или провинциях). Специальные стимулирующие тарифы предписывают предприятиям, предоставляющим коммунальные услуги, платить производителям «зеленой» электроэнергии цены, отражающие стоимость технологии, которые могут превышать стоимость обычной электроэнергии. Стандарты возобновляемого портфеля требуют от электроэнергетических компаний, чтобы определенная часть их источников энергии приходилась на возобновляемые.

Рисунок 1

Переход на экологические технологии

На традиционные источники энергии приходится большая часть мирового производства электроэнергии, но на возобновляемые источники приходится большая часть новых производственных мощностей.



Источники: Управление энергетической информации США и Bloomberg New Energy Finance. Примечание. К традиционным источникам относятся, в основном, уголь, нефть и газ. К возобновляемым источникам относится энергия ветра, солнечная, гидро- и ядерная энергия, хотя ядерный потенциал не включен в график новых мощностей (справа), поскольку в 2009 году он был стабильным.

Оценить стоимость государственных программ непросто. В нее входят не только прямые платежи, но и налоговые льготы, кредитные гарантии и квоты. Согласно опубликованным оценкам, стоимость государственных программ во всем мире составляет от 40 до 60 млрд долларов в год. Большая часть государственных расходов приходится на субсидирование биотоплива.

Несколько таких государственных программ было расширено в рамках мер налогово-бюджетной политики, принятых в ответ на мировой финансовый кризис. Сумма средств на поддержку «чистой энергии», обещанная в рамках планов бюджетных стимулов, составляет примерно 180–195 млрд долларов, в основном от трех стран: США (65 млрд долларов), Китая (46 млрд долларов) и Кореи (32 млрд долларов). В странах с самыми большими по объему «зелеными» пакетами на экологические меры приходится не более 15 процентов совокупного бюджетного стимула, за исключением Кореи, в которой 80 процентов стимула выделено на «зеленые» инвестиции. При этом только половина общей суммы выделенных средств была предоставлена в 2009 и 2010 годах. Реализацию финансирования экологического стимула замедляло сложное планирование и оформление, необходимые для предоставления государственных средств. Кроме того, страны с большими дефицитами государственного сектора сократили экологические расходы.

Бум инвестиций в технологии использования возобновляемых источников

Инвестиции в технологию использования возобновляемых источников — солнечной, ветровой энергии, биотоплива, биомассы и геотермального тепла (за исключением проектов гидроэлектростанций) — значительно возросли за последнее десятилетие, причем большая часть этого роста имела место после 2004 года. В период между 2000 и 2010 годами «зеленые» инвестиции в технологии использования возобновляемых источников возросли с 7 млрд долларов в год до 154 млрд (см. рис. 2). Это увеличение связано с рядом факторов, включая мировой экономический рост, повышение цен на ископаемые виды топлива, технический прогресс, политическую поддержку, а также увеличение спроса со стороны граждан на чистоту окружающей среды. Также снизились затраты на принятие экологически чистых технологий за счет эффекта масштаба, технологического прогресса и низких процентных ставок. «Зеленые» инвестиции в технологии использования возобновляемых источников

энергии временно сократились во время глобального экономического спада в 2009 году ввиду менее благоприятных финансовых условий и неопределенности в отношении будущего спроса на экологически чистую энергию по мере снижения цен на ископаемое топливо. Это сокращение могло бы быть больше, но спад частных инвестиций смягчила поддержка, оказанная мерами, принятыми в рамках программ бюджетного стимулирования.

«Зеленые» инвестиции в технологии использования возобновляемых источников энергии в настоящее время стали глобальным явлением. Они устойчиво росли во всех основных регионах вплоть до начала экономического кризиса. С 2004 по 2010 год Европа и Северная Америка увеличили свои инвестиции в четыре раза, тогда как Азия и Океания увеличили «зеленые» инвестиции в технологии использования возобновляемых источников энергии в десять раз. В настоящее время крупнейшими рынками являются Северная Америка, Европа и Азия, но региональная структура в последние годы сильно изменилась. Лидером по расходам стала Азия, сменив Европу, что в значительной степени отражает различия в экономических показателях. Доля Европы и Северной Америки в мировых «зеленых» инвестициях снизилась с 68 процентов в 2004 году до 46 процентов в 2010 году, тогда как доля Азии и Океании возросла с 28 процентов до 42 процентов.

«Зеленые» инвестиции в Азию продолжали быстро расти во время глобального финансового кризиса, причем значительная часть роста приходилась на Китай. В 2009 году Китай опередил все страны по инвестициям в возобновляемые источники энергии и в 2010 году вложил в технологию использования возобновляемых источников больше средств, чем вся Европа. Приняв ряд новых законов и мер финансовой поддержки (в том числе кредиты от государственных банков), китайское правительство поощряет крупные проекты по возобновляемым источникам энергии с целью содействия развитию отечественного производства и укрепления энергетической безопасности. Китай в настоящее время является мировым лидером в области производства фотоэлектрических модулей и ветроэнергетических установок. Китай также активизировал свою деятельность в области исследований и разработок и лидирует по патентам чистых технологий и первичному публичному размещению акций компаний в секторе возобновляемых источников энергии.

Застой ядерной энергетики и гидроэнергетики

Мировой ядерный потенциал быстро рос в 1970-х и 1980-х годах, но интерес к нему ослаб после аварии на Чернобыльской АЭС в 1986 году. В результате доля атомной энергетики в общих мощностях производства электроэнергии снизилась с 12 процентов в 1990 году до 8 процентов в 2008 году. Еще до ядерного инцидента в Японии 2011 года после землетрясения и цунами целый ряд препятствий сдерживал расширение отрасли. К ним относятся увеличение расходов на строительство, меньшее число рабочих, имеющих необходимые специальные навыки, недостаточная мощность энергосетей, экологические соображения и беспокойство по поводу безопасности и ядерного нераспространения. Азия теперь лидирует по росту ядерного потенциала. Количество атомных реакторов на стадии строительства в Европе и Северной Америке сократилось с 159 в 1980 году до 20 в 2010 году, тогда как в Азии в стадии строительства находится 42 новых реактора.

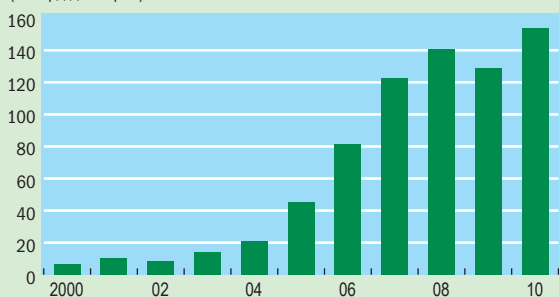
Гидроэнергетика, которая использует энергию падающей воды, является крупнейшим возобновляемым источником электроэнергии. Глобальный потенциал гидроэнергетики неуклонно растет, чему способствует относительно невысокая стоимость строительства по сравнению с альтернативами. Тем не менее, доля гидроэнергетики в общем объеме производственных мощностей в секторе электроэнергии снизилась с 23 процентов в начале 1980-х годов до 19 процентов в 2008 году. Природоохранное регулирование и застой в техническом прогрессе замедлили развитие этой отрасли в промышленно развитых странах, в которых многие из оптимальных мест для гидроэнергетики уже эксплуатиру-

Рисунок 2

Рост использования возобновляемых источников энергии

Мировые инвестиции в технологию использования возобновляемых источников энергии быстро растут с начала 2000-х годов, за исключением непродолжительного спада в разгар кризиса.

(В млрд долларов)



Источник: Bloomberg New Energy and Finance.

Примечание. К возобновляемым источникам относятся солнечная энергия, энергия ветра, биотопливо и биомасса, но не гидроэнергия.

ются. За последние десять лет потенциал рос самыми высокими темпами в Азии, в среднем на 12 процентов в год, в то время как в Европе и Северной Америке рост составлял в среднем примерно 1,5 процента. Китай стал самым динамичным рынком, почти удвоив свой гидроэнергетический потенциал с 2004 по 2009 годы.

Методы стимулирования «зеленых» инвестиций

В экономической литературе по изменению климата почти не рассматриваются макроэкономические детерминанты «зеленых» инвестиций. Мы заполним этот пробел с использованием данных об инвестициях в возобновляемые источники энергии в 35 странах с развитой экономикой и странах с формирующимся рынком в период 2004–2010 годов (Euraud and others, 2011). Почти все «зеленые» инвестиции в мире производят эти 35 стран.

Мы применили статистический подход для выявления основных факторов, влияющих на «зеленые» инвестиции, и оценки их относительного влияния. Мы протестировали значение большого набора макроэкономических переменных, выделив пять переменных как статистически значимые при определении уровня «зеленых» инвестиций: реальный валовой внутренний продукт (ВВП), долгосрочные реальные процентные ставки, относительную цену международной нефти, переменную, представляющую принятие специальных тарифов, и переменную, отражающую наличие в стране механизма ценообразования для углеродных ресурсов (налог на выбросы углерода или верхнее ограничение и торговля). Вот некоторые из наших выводов.

- **Более высокий уровень ВВП, как правило, стимулирует инвестиции в экологически чистые технологии.** Экономическая активность повышает спрос на энергоресурсы и инвестиции в энергетическом секторе. Кроме того, на более высоких уровнях развития структурные сдвиги в направлении информационно-насыщенной промышленности и услуг, международное перемещение обрабатывающей промышленности, повышение экологической осведомленности и более строгое соблюдение нормативов охраны окружающей среды приводят к росту экологических затрат и постепенному замедлению темпов нанесения ущерба окружающей среде. Мы обнаружили, что дополнительный рост ВВП на один процентный пункт должен ускорять рост «зеленых» инвестиций примерно на четыре процентных пункта в долгосрочной перспективе, при прочих равных условиях.

- **Стоимость капитала, представительной переменной которой служит долгосрочная процентная ставка, оказывает негативное воздействие на «зеленые» инвестиции.** Предполагаемый эффект довольно значителен: «зеленые» инвестиции снижаются примерно на 10 процентов при повышении реальной процентной ставки на один процентный пункт. Исследования общих деловых инвестиций обнаруживает, что инвестиции относительно нечувствительны к изменению процентных ставок. Но «зеленые» инвестиции, по всей видимости, очень чувствительны к колебаниям процентных ставок. Этот результат, который хорошо документируют описательные исследования, не удивителен, поскольку проекты с использованием возобновляемых источников используют гораздо больше капитала, чем труда, и в основном полагаются на внешнее финансирование.

- **Цены на нефть также оказывают положительное и сильное влияние на «зеленые» инвестиции.** Действительно, высокие цены на топливо повышают доходность «зеленых» инвестиций за счет снижения стоимости электроэнергии, производимой на основе возобновляемых источников энергии, по сравнению с ее производством на основе сжигания ископаемого топлива. Мы полагаем, что «зеленые» инвестиции увеличиваются на дополнительный процентный пункт при разнице в размере одного процентного пункта между темпами роста цен на нефть и инфляции в экономике в целом.

- **Стандарты возобновляемого портфеля и мандаты в отношении биотоплива, по всей видимости, не влияют на «зеленые» инвестиции.** В случае мандатов в отношении биото-

плива, это, вероятно, связано с тем, что инвестиции в секторе биотоплива значительно сократились с 2007 года из-за высоких цен на сырье и неиспользуемых производственных мощностей. С другой стороны, влияние специальных тарифов является значительным. Этот результат подтверждает мнение, согласно которому специальные тарифы являются одним из важнейших инструментов поддержки расширения использования возобновляемых источников энергии. Согласно нашей оценке, «зеленые» инвестиции должны быть в два-три раза больше в странах, которые ввели специальные тарифы (при прочих равных условиях). Влияние планов ценообразования для углеродных ресурсов (например, в виде экологического налога на содержание углерода в топливе) также существенно при почти всех параметрах.

В целом наши результаты показывают, что «зеленые» инвестиции могут в значительной степени зависеть от государственной политики. Процентные ставки и макроэкономические факторы, такие как экономический рост, имеют значение, но важна и энергетическая политика. «Зеленые» инвестиции увеличиваются, когда их стоимость по сравнению с традиционной технологией использования ископаемого топлива снижается в результате повышения цен на нефть. Это может в значительной степени зависеть от государственной политики. Конкретное государственное вмешательство, направленное на поддержку «зеленых» инвестиций, также бывает полезно. Статистические данные показывают, что специальные тарифы и механизмы ценообразования для углеродных ресурсов, как правило, поддерживают «зеленые» инвестиции. При этом многие меры политики, по всей видимости, оказались неэффективными, в том числе поддержка биотоплива. Это усиливает беспокойство по поводу эффективности субсидий биотоплива и их негативного воздействия на продукты питания (IMF, 2008с).

К чему это ведет?

«Зеленые» инвестиции стали глобальным явлением и одним из главных факторов в энергетическом секторе. В то же время в последние годы резко изменилась региональная структура. Растет значение Азии, во главе с Китаем. Китай перегнал все отдельные страны по объему инвестиций в возобновляемые источники энергии в 2009 году и в 2010 году превзошел всю Европу по объему инвестиций в технологию использования возобновляемых источников. Наши результаты также подчеркивают, что страны могут многое сделать для стимулирования «зеленых» инвестиций. В частности, предоставление надлежащих стимулов для инвестиций в альтернативные источники, включая надлежащее ценообразование для ископаемого топлива и выбросов углекислого газа, будет иметь решающее значение для продвижения по пути к более экологически чистой экономике. ■

Люк Эйро — экономист, Бенедикт Клементс — начальник отдела Департамента по бюджетным вопросам МВФ.

Литература:

Euraud, Luc, Abdoul Wane, Changchang Zhang, and Benedict Clements, 2011, "Who's Going Green and Why? Trends and Determinants of Green Investment," IMF Working Paper 11/296 (Washington: International Monetary Fund).

International Monetary Fund (IMF), 2008a, "Climate Change and the Global Economy," World Economic Outlook, Chapter 4 (Washington, April).

—, 2008b, "The Fiscal Implications of Climate Change" (Washington, March). www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/022208.pdf

—, 2008c, "Fuel and Food Price Subsidies—Issues and Reform Options" (Washington, September). www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/090808a.pdf

Stern, Nicholas, 2007, The Economics of Climate Change: The Stern Review (London: Cambridge University Press).



Деньги, спрятанные в выпечке и конфискованные немецкими таможенниками во время операции по борьбе с отмыванием денег.

Грязные деньги, реальные беды

Отмывание денег наносит ущерб невинным лицам, но может также приводить к серьезным издержкам для национальной экономики

Пол Ашин

КОРОБКИ с наличными деньгами в аэропорту Кабула, окошко кассира, находящееся в стратегически удобном месте до иммиграционного контроля в Антигуа, несколько строчек кода в программном обеспечении для бухгалтерского учета в банке в Доминиканской Республике — это, казалось бы, не связанные между собой явления, но все они являются частью глобальной проблемы отмывания денег. И все они связаны с крахами в финансовом секторе, которые привели к реальным экономическим лишениям для законопослушных граждан в таких странах.

Отмывание денег — процесс, который преобразует незаконные средства во внешне законные продукты. Доходы от таких преступлений, как мошенничество, кражи и наркобизнес представляются таким образом, что они выглядят как плоды честного труда — преобразуются, например, во внешне легитимные банковские счета, недвижимость или предметы роскоши. Это позволяет преступникам богатеть от своих преступлений и вести свою жизнь, не выглядя как преступники. Более того, они могут использовать отмытые преступные доходы для расширения своих

преступных предприятий, увеличивая тем самым свое богатство и могущество, в том числе возможности подкупа и приобретения покровительства политических и правоохранительных кругов.

Если бы не было мошенничества, налоговых преступлений, инсайдерских операций, наркобизнеса, коррупции или вообще преступлений с целью извлечения доходов, то не существовало бы отмывания денег. Тесная связь между преступным действием, которое приводит к преступным доходам, и отмыванием этих доходов крайне затрудняет отделение акта отмывания денег от первичного преступления, хотя по закону они рассматриваются как отдельные деяния. Отмывание денег является неотъемлемой частью любого преступления с целью получения прибыли, поскольку без отмывания денег преступление, по сути, не «приносит выгоды».

Когда первичное преступление представляет собой нечто вроде наркобизнеса, все понимают социальные издержки, которые являются огромными и заметными. Но социальные и экономические издержки преступлений «белых воротничков», такие как хищения, уклонение от налогов, инсайдерские операции и бан-

ковское мошенничество, хотя и менее очевидные, также могут быть очень значительными.

Страшные истории

Например, в августе 2010 года, когда правительство Афганистана вмешалось, чтобы заменить руководство крупнейшего частного банка, Банка Кабула, обеспокоенные вкладчики изъяли свои депозиты на сумму более чем 200 млн долларов США, и такое массовое изъятие угрожало неустойчивой финансовой и политической стабильности страны. Банк, обладавший крупнейшей филиальной сетью в стране, использовался для выплат службам безопасности и другим государственным служащим, что сделало угрозу его краха общегосударственной проблемой.

За этими событиями скрывалась история о беспроцентных ссудах инсайдерам банка и лицам с политическими связями, их последующем незаконном инвестировании в иностранную недвижимость, о тайственных перевозках денег самолетами из Кабула в Дубай — происходило отмывание денег на десятикилометровой высоте. Проведенное позднее расследование показало, что в банке было растрчено свыше 900 млн долларов — или более 5 процентов ВВП бедной страны и 50 процентов ее государственного бюджета. По состоянию на октябрь 2011 года, спустя больше года по-

Они могли просто сойти с самолета, внести депозит, а затем пойти в зал для транзитных пассажиров и там ждать своего обратного рейса.

Когда в 2009 году вся пирамида рухнула, как это в конечном итоге случается со всеми схемами Понци, вместе с ней рухнул и банк Стэнфорда — а также большая часть остальной экономики Антигуа, которая была завязана на рост компании, ставшей самым крупным работодателем острова. В том году ВВП Антигуа сократился на 9,6 процента; Центральный банк Антигуа попал под контроль регионального центрального банка, от которого потребовалась ссуда в размере 3 процентов ВВП страны. В конечном итоге, Антигуа потребовалась поддерживаемая МВФ программа в объеме 118 млн долларов. В марте 2012 года Стэнфорд был осужден за мошеннический обман 30 000 инвесторов в 113 странах.

В Доминиканской Республике инсайдеры в Banco Intercontinental, второго по величине частного банка в стране, создали изощренную схему для расширения активов банка. Они выдавали себе кредиты, а также банковские средства в обеспечение ссуд от третьих лиц, скрывая эти необслуживаемые активы в параллельном комплекте бухгалтерской отчетности.

Ежедневно в течение 14 лет автоматизированная программа бухгалтерского учета «балансировала» отчетность банка, переводя реальные активы и обязательства между двумя си-

Отмывание денег является неотъемлемой частью любого преступления с целью получения прибыли, поскольку без отмывания денег преступление, по сути, не «приносит выгоды».

сле установления правительством контроля над Банком Кабула, должностным лицам удалось вернуть лишь небольшую часть растрченных денег, и еще никто не был осужден уголовным судом. К настоящему времени центральный банк Афганистана потратил почти 1 млрд долларов для оказания банковскому сектору экстренной помощи, что представляет собой огромный расход для столь бедной страны.

История в государстве Антигуа и Барбуда была иной, но последствия для этой малой островной страны были также ужасными. Мошенник из США Аллен Стэнфорд выбрал эту страну в качестве базы для своей обширной схемы Понци, которая предусматривала реализацию «высокодоходных» депозитных сертификатов своего банка на Антигуа среди доверчивых инвесторов в Майами и других городах (см. статью «Опасность финансовых пирамид» в мартовском выпуске *Ф&P* 2010 года). Якобы «высокодоходные» инструменты, безусловно, не были результатами неких тайственных инвестиций, приносящих доходы выше рыночных, о которых не было известно ни одному другому банку.

Вместо этого доходы от последующих инвесторов шли на выплату прибылей предыдущим вкладчикам — за исключением 1,6 млрд долларов, которые были израсходованы на роскошную жизнь Стэнфорда, в том числе на создание особого «Трастового фонда для крошки-мамы» на Островах Кука для матери его двоих детей. В то же время, подкупая должностных лиц, Стэнфорд и его подручные отмывали деньги, направляя миллионы, полученные от инвесторов мошенническим путем, с банковских счетов за пределами США на различные банковские счета в США.

А что представляло собой окно кассира? Оно было лишь удобным средством для курьеров из Майами с наличными или чеками, которые не хотели регистрировать свои поездки в иммиграционной системе страны, для депонирования денег.

стемами, с тем чтобы «банк на поверхности» выглядел платежеспособным. В частности, необслуживаемые ссуды связанным сторонам устранились из официальных счетов активов банка вместе с группой балансирующих обязательств, например, случайно выбранных долгосрочных депозитных сертификатов, пропажа которых была незаметной. На следующий день программа сбрасывала эти реальные обязательства в отчетность банка и выбирала другую группу, которая балансировала скрытые безнадежные активы.

Когда в 2003 году о мошенничестве стало, наконец, известно, BANINTER (так назывался банк) и два связанных с ним коммерческих банка были спасены правительством, а издержки этой операции составили 21 процент ВВП страны. Социальные и экономические издержки превысили прямые расходы на спасение; быстрое снижение курса песо примерно на 65 процентов привело к очень высокой инфляции и серьезному снижению реальных доходов. После банковского кризиса приблизительно 1,5 млн доминиканцев (примерно 16 процентов населения) оказались ниже черты бедности, из них 670 000 человек — в крайней бедности.

Эти истории, несомненно, не исчерпывают каталог методов, которые преступники используют для сокрытия источников своего богатства. Внесение вкладов наличными деньгами, полученных из преступных доходов, является одним из основных методов отмывания денег. В таких странах как США, где банки обязаны предоставлять информацию о депозитах и снятии средств наличными на суммы свыше 10 000 долларов, преступники часто пытаются разбить свои вклады на многие небольшие суммы. Деятельность многочисленных посредников, проводящих эту операцию в нескольких банках, стала известна как «смурфинг», поскольку лихорадочная работа этих безликих курьеров напоминала следователям героев популярных мультфильмов про смурфов. Точно так же

как эти маленькие голубые гномы из мультфильмов перешли из телевидения в компьютерные игры, а теперь на экраны кинотеатров, их название продолжает использоваться в сфере борьбы с отмыванием денег.

Очень сложные схемы отмывания доходов часто связаны с запутанными слоями фиктивных компаний в многочисленных юрисдикциях для сокрытия фактической личности преступника, которому принадлежат активы и который их контролирует. Лицо, отмывающее деньги, иногда создает траст в одной юрисдикции, единственная цель которого заключается в том, чтобы быть собственником акций холдинга в офшорном центре, с «филиалами» в третьих, четвертых и пятых странах, единственным бизнесом которых является открытие банковских счетов, которые могут быть затем ис-

Неспособность эффективно устранить угрозы отмывания денег или финансирования терроризма может препятствовать доступу страны к глобальной финансовой системе. Например, осуществление электронных переводов из стран, которые были выявлены как страны, имеющие слабый режим борьбы с отмыванием денег, и в эти страны будет занимать больше времени, поскольку финансовые организации будут более внимательно проверять такие операции. Когда крупные суммы преступных доходов или «горячих денег» поступают в финансовые организации или покидают их, последствия этого могут ощущаться во всей финансовой системе.

Поэтому меры контроля, направленные против отмывания денег, могут рассматриваться как часть инструментария для предотвращения этих явлений и борьбы с ними. Эти меры

Действия, связанные с отмыванием денег, угрожают прочности экономики стран и являются серьезным препятствием экономическому росту.

пользованы анонимно первоначальной стороной. Такие непрозрачные офшорные юридические лица находились в центре широкомасштабного обмана, совершенного менеджерами американской компании Enron, которые были обвинены в отмывании денег, а также в совершенном ими первичном мошенничестве.

Удар по экономике

Из приведенных выше примеров видно, что финансовые преступления, такие как коррупция, налоговые преступления, мошенничество в финансовой сфере и инсайдерские операции, все являются первичными преступлениями по отношению к отмыванию денег и могут способствовать возникновению экономических проблем. Их воздействие ощущается особенно сильно в относительно небольших финансовых секторах, как показывает дело Стэнфорда, где мошенничество, осуществлявшееся с территории США, перевернуло вверх дном небольшую островную экономику.

будут способствовать укреплению доверия общественности в периоды экономических трудностей. Действенное применение средств борьбы против отмывания денег, в том числе информация о том, кому действительно принадлежат банковские счета и кто их контролирует, замораживание и конфискация преступных доходов при задержании и осуждении преступников, не позволяет преступникам извлекать выгоду из своих преступлений за счет широкой общественности и экономики в целом.

В конечном счете, поскольку действия, связанные с отмыванием денег, угрожают прочности экономики стран и являются серьезным препятствием экономическому росту, настоящая финансовая стабильность невозможна без надлежащей финансовой целостности — то есть отсутствия на финансовом рынке финансовых злоупотреблений, в том числе отмывания денег.

Меры контроля, направленные против отмывания денег, в случае их действенной реализации смягчают неблагоприятные последствия преступной экономической деятельности

Работа по тематике

МВФ стал принимать участие в борьбе с отмыванием денег и пресечении финансирования терроризма в начале 2001 года. В течение последних 11 лет работа МВФ в этой области помогла сформировать соответствующую международную политику и включала свыше 70 оценок, в том числе Германии, Дании и Нидерландов, а также многочисленные проекты технической помощи и исследовательские проекты.

МВФ обладает обширным опытом в осуществлении надзора за финансовыми и экономическими системами государств-членов, который обеспечивает прочную основу для оценки соблюдения странами международных стандартов для борьбы с отмыванием денег и пресечения финансирования терроризма, а также для разработки программ содействия странам в преодолении выявленных недостатков. Вопросы, связанные с борьбой с отмыванием денег и пресечением финансирования терроризма, все больше интегрируются в основную работу МВФ. Совсем недавно Исполнительный совет МВФ принял решение о том, что отмывание денег, финансирование терроризма и соответствующие первичные преступления должны обсуждаться персоналом МВФ в связи с надзором за экономическими системами государств-членов, если

эти вопросы угрожают подрывом стабильности внутренней финансовой системы данного государства или иным способом содействуют дестабилизирующим изменениям обменного курса.

В 2009 году МВФ учредил трастовый фонд с поддержкой доноров (первый из серии тематических трастовых фондов) для финансирования технической помощи по борьбе с отмыванием денег и пресечению финансирования терроризма. Канада, Катар, Корея, Кувейт, Люксембург, Нидерланды, Норвегия, Саудовская Аравия, Соединенное Королевство, Франция, Швейцария и Япония обязались совместно предоставить в течение пяти лет 29,2 млн долларов на финансирование этого тематического трастового фонда, с тем чтобы содействовать укреплению мировых режимов для борьбы с отмыванием денег и пресечения финансирования терроризма, используя проверенный опыт и инфраструктуру Фонда.

За три года после создания тематического трастового фонда были утверждены 53 проекта в 29 странах, проведено 7 региональных семинаров. Тематический трастовый фонд будет по-прежнему поддерживать проекты технической помощи для борьбы с отмыванием денег и пресечения финансирования терроризма во всем мире.

и способствуют целостности и стабильности на финансовых рынках. Международные стандарты в этой области были установлены Целевой группой по финансовым мерам для борьбы с отмыванием денег (ФАТФ) — межправительственным органом, который разрабатывает меры политики для борьбы с отмыванием денег, финансированием терроризма и распространением оружия массового уничтожения, а также содействует применению таких мер. Рекомендации ФАТФ направлены на решение широкого круга вопросов, в том числе вопросов регулирования услуг, предоставляемых финансовыми организациями, нефинансовыми предприятиями и лицами независимых профессий, трансграничного движения наличных денег, прозрачности деятельности юридических лиц, материального и процессуального уголовного законодательства, институционального потенциала, санкций, а также внутреннего и международного сотрудничества.

В плане профилактики эти меры включают требования установить, действует ли клиент от имени другого лица; понимания того, кто является собственником юридических лиц, и кто их контролирует; проведения надлежащих проверок клиентов, деловых отношений или операций, имеющих повышенную степень риска; проведения надлежащих проверок других клиентов и мер по обеспечению учета.

Что касается обеспечения применения, меры по борьбе с отмыванием денег позволяют официальным органам не только привлекать участников преступлений к ответственности (предусматривая, как правило, более суровые санкции, когда первичные преступления сочетаются с отмыванием денег), но, что более важно, лишать их активов, которые были получены незаконным образом. Это уменьшает стимулы уча-

ствовать в преступлениях с целью получения прибыли и затрудняет накопление преступными организациями опасного уровня богатства.

Сложное переплетение

Глобальная финансовая система является все более взаимосвязанной. За считанные минуты деньги могут быть переведены через десяток юрисдикций. Но финансовая глобализация создает как риски, так и очевидные преимущества, например, повышение качества распределения ресурсов, расширение доступа к капиталу, большую диверсификацию риска и в целом повышение благосостояния.

Лица, отмывающие деньги, пользуются тем, что глобальная финансовая система сложна и взаимосвязана, а также тем, что существуют различия между национальными законодательствами и системами для борьбы с отмыванием денег. Их особенно привлекают юрисдикции со слабыми или неэффективными мерами контроля, куда они могут перевести средства или где им легче создать корпоративные структуры без обнаружения. Они могут опережать на несколько шагов органы банковского регулирования или правоохранительные органы, которые часто с трудом добиваются оперативного международного сотрудничества. Кроме того, как показывают приведенные выше примеры, проблемы одной страны могут быстро распространиться на другие страны в регионе или в других частях мира. ■

Пол Ашин — старший эксперт по вопросам финансового сектора в Юридическом департаменте МВФ.

COLUMBIA | SIPA
School of International and Public Affairs

PROGRAM IN ECONOMIC POLICY MANAGEMENT (PEPM)

Confront global economic challenges with the world's leading economists, policymakers, and expert practitioners, including Jagdish Bhagwati, Guillermo Calvo, Robert Mundell, Arvind Panagariya, and many others.

A 14-month mid-career Master of Public Administration focusing on:

- rigorous graduate training in micro- and macroeconomics
- emphasis on the policy issues faced by developing economies
- option to focus on Economic Policy Management or International Energy Management
- tailored seminar series on inflation targeting, international finance, and financial crises
- three-month capstone internship at the World Bank, IMF, or other public or private sector institution

The 2013-2014 program begins in July of 2013. Applications are due by January 1, 2013.

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

ВЫХОД ИЗ ТЕНИ

Правительства действуют разумно, стремясь к уменьшению теневой экономики путем совершенствования институтов для обеспечения всеобъемлющего роста

*Ануп Сингх,
Сонали Джеин-
Чандра и Адил
Мохоммад*

ГЛОБАЛЬНЫЙ рост общественных протестов против слабого государственного управления и отсутствия всеобъемлющего роста служит своевременным напоминанием о необходимости построения сильных институтов и расширения формальной экономики для содействия экономическому росту и обеспечения возможностей.

Слишком часто неэффективно управляемые институты и чрезмерное регулирование выталкивают работников и малые предприятия в неформальный сектор (так называемую теневую экономику), в котором производятся законные товары и услуги, но они преднамеренно скрываются от властей во избежание налогообложения и необходимости соблюдения трудовых норм или других правовых требований.

Наше исследование подтверждает, что предприятия, сталкиваясь с обременительными правилами, непоследовательным правоприменением и коррупцией, имеют побудительные мотивы скрывать свою деятельность, уходя в теневую экономику. Мы пришли к выводу, что институты являются более важным определяющим фактором размера теневой экономики, чем высокие налоговые ставки, инфляция или уровни дохода.

Как утверждают Дарон Асемоглу и Джеймс Робинсон в своей работе «Why Nations Fail» («Почему государства терпят неудачу»), основное различие между богатыми и бедными странами заключается в политических и экономических институтах, созданных людьми, а не их культуре или географическом местоположении. В книге убедительно показано, что страны процветают, когда в них созданы всеобъемлющие институты, ориентированные на экономический рост, и терпят неудачу, когда их институты служат интересам малочисленной элиты, вместо того чтобы создавать экономические блага и политические полномочия для широких слоев населения.

Плюсы и минусы

Крупная теневая экономика создает многочисленные проблемы для разработчиков политики. Слабые институты и крупный неформальный сектор могут создавать порочный круг, который

ведет к дальнейшему подрыву качественных институтов, призванных управлять экономической активностью и поощрять ее: главенство права, отсутствие коррупции и уменьшение до минимума чрезмерного бремени, связанного с регулированием.

Более того, наличие крупной неформальной экономики означает, что официальная статистика является ненадежной и неполной, что осложняет принятие информированных решений разработчиками политики. Ограниченное участие в формальной экономике также означает, что блага формальной экономики (такие как защита прав собственности, доступ к кредитным рынкам и надлежащие трудовые нормы) могут распространяться не на всех. Это, в свою очередь, создает отрицательные стимулы для экономического роста и не позволяет многим воспользоваться экономическими возможностями.

С более положительной точки зрения, неформальный сектор играет важную роль, особенно в развивающихся странах, в том смысле, что он может рассматриваться как «колыбель» будущего экономического роста в формальной экономике. Он служит важным буфером против экономической неопределенности и слабого развития формального сектора, обеспечивая средства к существованию для крупных сегментов населения. Действительно, неформальная экономика является значительно более крупной в бедных странах и странах с формирующимся рынком, чем в более богатых странах.

Однако фирмы, работающие в неформальном секторе, сталкиваются с разнообразными ограничениями, которые затрудняют ведение дел и их рост. Они могут быть связаны с инфраструктурой, например доступом к электроэнергии, земле и воде, институциональными факторами, которые изучаются в нашем исследовании, или доступом к новым технологиям, финансовому посредничеству и другим благам, определяемым участием в формальной экономике. Например, в отличие от стран с развитыми системами прав собственности, в которых возможно широкое привлечение капитала для производственной деятельности, в бедных

странах часто бывает очень трудно четко установить исходные права собственности, не говоря уже об использовании соответствующих благ, таких как возможности для мобилизации капитала в дополнение к собственным сбережениям и защита формальной собственности.

В нашем исследовании изучается взаимосвязь между качеством институтов и масштабами неформального сектора и делается вывод, которого, вероятно, следовало ожидать, о том, что слабость институтов, например чрезмерное регулирование и слабое правовое государство, обычно ведет к более крупной неформальной экономике.

Развитие институтов

«Институты» — это широкий термин, обозначающий комплекс правил, регулирующих социальные взаимосвязи. Мы рассматриваем формальные институты, которые регулируют экономическую активность и влияют на нее, обращая особое

Оказание помощи

МВФ участвует в оказании помощи в развитии экономических институтов, предоставляя рекомендации при осуществлении надзора и оказывая техническую помощь своим государствам-членам. МВФ находился на переднем плане реформы систем финансового регулирования и надзора после глобального финансового кризиса. Кроме того, для непосредственного решения проблемы теневой экономики МВФ поддерживает государства-члены, оказывая им техническую помощь по вопросам мер политики для борьбы с отмыванием денег и противодействия финансированию терроризма, а также по более широким вопросам управления и институциональной системы, когда крупные теневые сектора предположительно оказывают влияние на макроэкономику.

внимание на главенство права, отсутствие коррупции и уменьшение до минимума чрезмерного бремени регулирования, что действительно поощряет экономическую активность и защищает ее.

Задачи развития сильных институтов и расширения формальной экономики взаимосвязаны. Для укрепления институтов необходимо иметь возможность обеспечивать соблюдение правил и защищать права при сохранении экономических стимулов. Чтобы повысить качество институтов, государство должно располагать достаточными ресурсами и необходимым потенциалом.

Однако страна, попавшая в «западню» крупного неформального сектора, может не иметь достаточных ресурсов для улучшения институционального потенциала, требуемого для уменьшения масштабов неформальной деятельности. Если правительство пытается мобилизовать ресурсы путем увеличения налогов, это может привести к росту неформальной экономики, так как фирмы стремятся уходить от более высоких налогов, и еще более подорвать потенциал государства. Создается порочный круг, который продлевает «неэффективное равновесие» слабых институтов и ограниченного развития в формальном секторе.

Глубина явления

Масштабы неформальной экономики трудно оценить, учитывая что весь смысл теневой экономики заключается в том, чтобы избежать обнаружения деятельности, и страны могут не иметь достаточного потенциала для мониторинга теневой деятельности. Хотя нет показателей, напрямую отражающих размеры и структуру теневой экономики, существует ряд косвенных методов, включая экстраполирование на основе избыточного спроса на наличность, не поддающееся обоснованию использование электроэнергии и тенденции на рынке труда. Эти косвенные подходы к измерению размера теневой экономики позволяют предположить, что она является достаточно крупной во многих странах (см. карту).

Оценки за 2006 год показывают, что размеры теневой экономики в странах с наиболее развитой экономикой находятся в диапазоне от 14 до 16 процентов ВВП, а в странах с формирующимся рынком — от 32 до 35 процентов ВВП (Schneider, Buehn, and Montenegro, 2010). Теневая экономика значительно крупнее в странах Латинской Америки, Центральной Америки и Африки (часто превышая 40 процентов ВВП), в то время как в странах Ближнего Востока и развивающихся странах Азии она составляет от 25 до 35 процентов ВВП. Теневая экономика остается крупной, но она сокращается со временем.

Масштабы неформальной деятельности могут также варьировать между секторами в зависимости от характера деятельности. Например, сфера услуг, таких как мелкая/уличная торговля и услуги на дому, и сельскохозяйственное производство для собственных нужд могут быть полностью неформальными, не требуя высоких затрат капитала и/или высокой квалификации. Трудоемкое производство может быть глубоко неформальным. В то же время деятельность, требующая

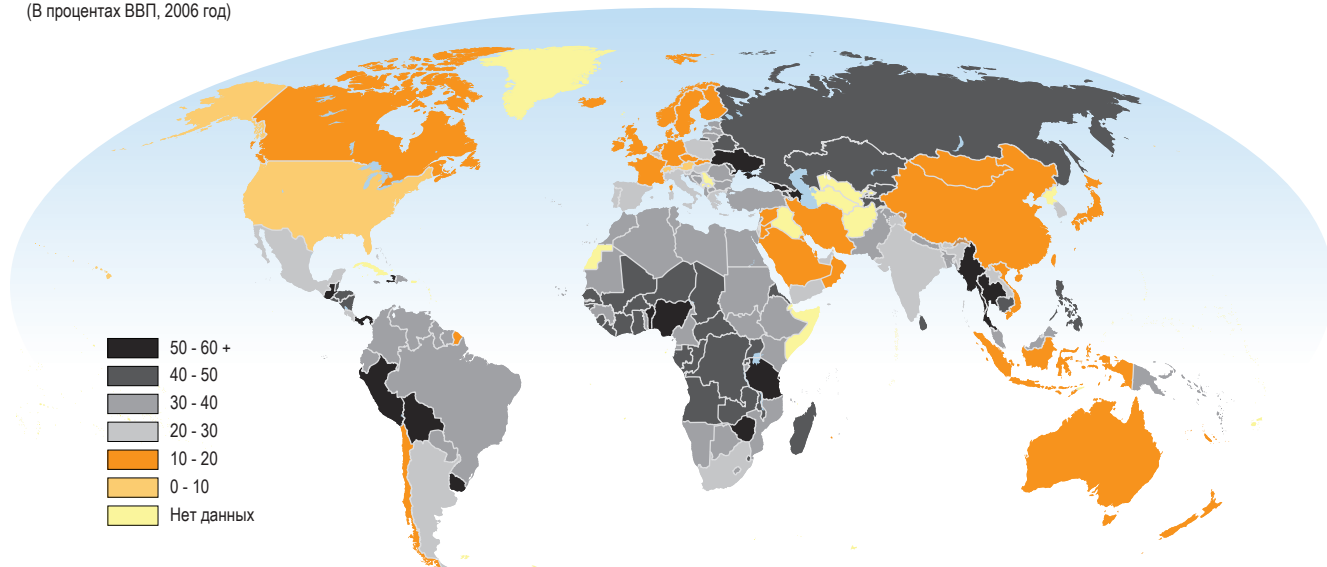


Придорожный сапожник в Хараре, Зимбабве.

Отбрасывающая длинную тень

Доля теневой экономики является существенной во многих странах мира.

(В процентах ВВП, 2006 год)



Источник: Schneider, Buehn, and Montenegro (2010).

Примечание. Границы, цветовые обозначения, названия и любая другая информация на карте не подразумевают какого-либо суждения МВФ относительно правового статуса какой-либо территории или какого-либо одобрения или признания границ.

высокой квалификации и крупных затрат капитала, обычно происходит в формальном секторе.

Вопросы налогообложения

Идет активная дискуссия по вопросу о том, как увеличение налогообложения сказывается на теневой экономической деятельности.

С одной стороны, более обременительные налоговые режимы (включая высокие налоговые ставки и широкое администрирование) могут побуждать фирмы уходить в теневую экономику для уклонения от налогов и увеличения прибыли. Оценки показывают, что если налоговая нагрузка восприни-

Институты являются наиболее важным определяющим фактором размера теневой экономики.

мается фирмами как более обременительная, размеры теневой экономики возрастают на 11,7 процентного пункта (Johnson, Kaufmann, and Zoido-Lobaton, 1998).

С другой стороны, более высокие налоги могут также вести к уменьшению теневой экономики, так как они могут обеспечить более высокие поступления и улучшение оказания государственных услуг, включая упрочнение правовой среды, что будет стимулировать фирмы работать в официальном секторе.

Альтернативная точка зрения заключается в том, что экономические, политические и социальные институты являются основными движущими силами теневой экономической деятельности. Действительно, бремя регулирования, усиление коррупции и более слабая правовая среда связаны с более крупной неофициальной экономикой. Бремя регулирования включает издержки, обусловленные выполнением лицензионных

требований, и ведет к увеличению расходов фирм, что может поощрять их к переходу в теневую экономику. Повышение бремени регулирования на один процентный пункт (согласно индексу «Heritage Foundation») ведет к увеличению размера теневой экономики на 12 процентов (Friedman and others, 2000).

Обременительные ограничения на рынке труда часто ведут к расширению неформальной занятости и тем самым подпитывают теневую экономику. По оценкам Международной организации труда, свыше 70 процентов работников в развивающихся странах трудятся в неофициальной экономике, даже несмотря на то, что теневая экономика составляет значительно меньшую долю, приблизительно 35 процентов ВВП.

Непреднамеренным следствием чрезмерно жестких правил в отношении рынка труда является стимулирование неформальных трудовых соглашений, поскольку такие правила ведут к увеличению издержек фирм, связанных с наймом рабочей силы. Ограничения на найм и увольнение, призванные защищать работников, напротив являются отрицательным стимулом для найма рабочей силы на формальном рынке труда, так как соблюдение требований оказывается дорогостоящим и обременительным. Фирмы взамен нанимают неформальных работников, неофициально оплачивают их труд и не предоставляют им медицинского страхования и других льгот.

Другим недостатком работы фирм и отдельных лиц в неформальном секторе является то, что они не имеют доступа к формальному финансовому сектору. Во многих развивающихся странах менее половины населения имеет счет в финансовом учреждении, а в некоторых странах — даже менее одного из пяти домашних хозяйств. Данное отсутствие доступа к финансированию означает, что фирмы не могут выйти за рамки низкопродуктивных операций, и сохраняется неравенство, так как они вынуждены полагаться на собственные, часто ограниченные, ресурсы для организации предприятия.

Подкрепление теории количественными показателями

Наше исследование, основанное на данных по почти 100 странам, показало следующее.

- Более эффективные институты ведут к значительно более узкой теневой экономике. Если общее качество институтов

улучшается на одно стандартное отклонение, теневая экономика уменьшается почти на 11 процентных пунктов. Кроме того, аналогичное повышение главенства права ведет к уменьшению на восемь процентных пунктов доли теневой экономики.

- Институты являются наиболее важным определяющим фактором размера теневой экономики. Если исключить фактор институтов, другие факторы, такие как налоговые ставки, инфляция и доход на душу населения перестают быть статистически значимыми. К увеличению теневой экономики ведут не собственно более высокие налоги, а слабые институты и отсутствие главенства права. Предприятия имеют стимул уходить в теневую экономику не для того, чтобы избежать высоких налогов, а для того, чтобы избежать регулирования и связанного с ними административного бремени.

- Страны с более сильной коррупцией, как правило, имеют более крупную теневую экономику. Относительно небольшое увеличение коррупции ведет к значительно большему увеличению размера теневой экономики.

Принятие мер

Теневая экономика составляет значительную часть экономики многих стран, и с ней связаны большие возможности для экономического роста, особенно в развивающихся странах. Ввиду различных проблем, с которыми сталкивается неформальная экономическая деятельность, сохранение устойчиво крупных неформальных секторов может вести к низкой производительности и низким темпам роста в тех областях, в которых они преобладают, что требует проведения реформ для решения этой проблемы. Для максимального усиления роста, охватывающего широкие слои, требуется понимание факторов, стимулирующих теневую деятельность, чтобы привлечь как можно большее число людей в формальную экономику. В научных работах приводятся некоторые идеи относительно того, как высвободить неформальный сектор и интегрировать его в формальную экономику. Например, правительства, которые стремятся уменьшить размеры теневой экономики, могли бы сосредоточить внимание на укреплении главенства права, обеспечении доступа к формальной экономике и строгом обеспечении соблюдения только минимального необходимого набора правил.

Одним из ключевых условий для расцвета деятельности частного сектора является эффективно функционирующая система прав собственности. Фирмы в формальной экономике, пользующиеся такими правами и защитой, могут использовать свои активы для мобилизации капитала и расширения деятельности.

В работе De Soto (2000) утверждается, что признание активов неформального сектора в качестве собственности может помочь преобразовать эти активы в капитал, который может быть использован для инвестиций. В целом институциональная реформа должна включать меры для уменьшения бремени регулирования, когда это возможно, и повышения главенства права для эффективного обеспечения выполнения минимально необходимого набора правил. Особые обстоятельства стран и секторов, безусловно, будут определять траекторию и желательную последовательность мер политики, которые будут существенно различаться.

Учитывая центральную роль институтов в создании отрицательных стимулов для роста теневой экономики и ускорения долгосрочного экономического роста, основное внимание должно уделяться развитию институтов. В дополнение к созданию сильной правовой и судебной системы как основы для эффективных институтов необходимо также выдвинуть на первый план создание и укрепление экономических институтов, которые, в свою очередь, оказывают сильное влияние на макроэкономическую стабильность, доступ к правам собственности и их обеспечение и свободу торговли. ■

Ануп Сингх — директор Департамента стран Азиатско-Тихоокеанского региона МВФ. Сонали Джейн-Чандра — старший экономист, а Адил Мохоммад — экономист того же департамента.

Литература

Acemoglu, Daron, and James A. Robinson, 2012, *Why Nations Fail: Origins of Power, Prosperity, and Poverty* (New York: Crown Publishing).

De Soto, Hernando, 2000, *The Mystery of Capital: Why Capitalism Triumphs in the West and Fails Everywhere Else* (New York: Basic Books).

Friedman, E, S. Johnson, D. Kaufmann, and P. Zoido-Lobaton, 2000, "Dodging the Grabbing Hand: the Determinants of Unofficial Activity in 69 Countries," *Journal of Public Economics*, Vol. 76, pp. 459–93.

Johnson, S., D. Kaufmann, and P. Zoido-Lobaton, 1998, "Regulatory Discretion and the Unofficial Economy," *American Economic Review*, Vol. 88 (May), pp. 387–92.

Schneider, F, A. Buehn, and C. Montenegro, 2010, "New Estimates for the Shadow Economies All Over the World," *International Economic Journal*, Vol. 24, No. 4, pp. 443–61.

Вам нравятся наши материалы?



Тогда выберите «Мне нравится» (Like) на нашей странице в Facebook!
www.facebook.com/financeanddevelopment





Что такое денежные рынки?

Они предоставляют средства кредиторам и заемщикам для обеспечения их краткосрочных финансовых потребностей

Рэндалл Додд

ДО тех пор пока в период мирового финансового кризиса не обнаружились проблемы, само собой разумеющимся считалось, что денежные рынки являются общедоступными сегментами финансовой системы с низкой волатильностью.

Денежные рынки главным образом предлагают держателям денежных средств — банкам, управляющим денежными операциями и розничным инвесторам — возможность надежных, ликвидных, краткосрочных инвестиций, а заемщикам — банкам, брокерам-дилерам, хеджевым фондам и нефинансовым корпорациям — доступ к недорогому финансированию. Определение «денежный рынок» носит общий характер и охватывает рынки нескольких типов, в зависимости от потребностей кредиторов и заемщиков.

Одним из следствий финансового кризиса был перенос внимания на различия между множеством сегментов денежных рынков, поскольку некоторые из них оказались нестабильными, тогда как другие проявили немалую устойчивость.

Краткосрочная перспектива

Такие рынки называют термином «денежные рынки», поскольку приобретаемые и продаваемые активы носят краткосрочный характер — со сроками погашения от одного дня до одного года — и, как правило, легко конвертируются в наличные. К денежным рынкам относятся рынки таких инструментов, как банковские счета, в том числе срочные депозитные сертификаты; межбанковские кредиты (ссуды между банками); паевые инвестиционные фонды денежного рынка; коммерческие бумаги; казначейские векселя; а также предоставление в ссуду ценных бумаг и соглашения о последующем выкупе (РЕПО). На такие рынки приходится значительная доля финансовой системы — по данным обследования движения финансовых средств Совета управляющих Федеральной резервной системы в США такая доля составляет примерно треть всех кредитов.

Упомянутые инструменты денежного рынка, которые в большинстве случаев представлены ценными бумагами, отличаются по характеру своего обращения и в зависимости от подхода с точки зрения законодательства о финансовом регулировании, а также тем, в какой степени кредитор опирается на стоимость базового залогового обеспечения, а не на оценку заемщика.

Наиболее известными инструментами денежного рынка являются банковские депозиты, которые не относятся к ценным бумагам даже несмотря на то, что депозитные сертификаты иногда обращаются подобно ценным бумагам. Предоставляя средства в кредит банку, вкладчики руководствуются кредитоспособностью учреждения, а также государственными программами страхования банковских депозитов.

Межбанковские ссуды не обеспечиваются залогом, поэтому работодатель руководствуется исключительно кредитоспособностью заемщика, с тем чтобы оценить вероятность возврата. Наиболее пристально отслеживаемый межбанковский рынок находится в Англии, где ежедневно определяется ставка пред-

ложения на лондонском межбанковском рынке (ЛИБОР), отражающая среднюю цену, по которой ведущие банки готовы предоставлять друг другу кредиты. Этот рынок в период кризиса оказался недостаточно надежным источником финансирования. После того как кредитоспособность банков оказалась под вопросом, ставки ЛИБОР стали резко расти по сравнению со ставками других денежных рынков. Более того, объемы кредитования значительно сократились, поскольку банки стремились финансировать свои текущие активы и были в меньшей степени заинтересованы в новых кредитах. Экстренное предоставление кредитов центральными банками помогло компенсировать сокращение такого источника финансирования. Расследования, проведенные в последнее время органами регулирования, также поставили под сомнение безупречность процесса ценообразования, на основе которого определяется ЛИБОР.

Коммерческие бумаги — это простые векселя (необеспеченный долг), выдаваемые банками с высоким рейтингом и некоторыми крупными нефинансовыми корпорациями. Поскольку такой инструмент не имеет обеспечения (а лишь является обещанием погасить долг), инвесторы руководствуются исключительно кредитоспособностью эмитента, которая определяет его возможность вернуть им их сбережения. Коммерческие бумаги выпускаются и обращаются так же, как и ценные бумаги. Но поскольку они выдаются на краткий срок и не приобретаются розничными инвесторами, на них не распространяется действие большинства законов о ценных бумагах. Например, в США коммерческие бумаги выпускаются со сроками погашения от 1 до 270 дней и с номиналами, которые считаются слишком крупными для розничных инвесторов (обычно 1 млн долл. США, но иногда всего 10 000 долл. США).

Самые надежные инвестиции

Казначейские векселя, которые выпускаются государством, относятся к ценным бумагам со сроком погашения менее года. Казначейские векселя США, продаваемые с дисконтом относительно номинала и активно покупаемые и продаваемые после эмиссии, являются самым надежным инструментом для краткосрочных сбережений. Рынки этих инструментов отличаются емкостью и ликвидностью, а обращение регулируется законами о ценных бумагах. Казначейские векселя США являются не только сберегательными инструментами, они могут использоваться для расчетов по операциям. Казначейские векселя, которые выпускаются в электронной форме, могут пересылаться через платежную систему так же просто, как и деньги.

РЕПО представляют собой важный крупный сегмент денежных рынков, хотя и более сложный. РЕПО предлагают конкурентные процентные ставки для заимствования и кредитования на краткосрочной основе — как правило, не более двух недель, а часто «овернайт». Заемщик продает принадлежащую ему ценную бумагу за деньги и соглашается выкупить ее у покупателя (который, по сути, является кредитором) в указанную дату и по цене, которая отражает процентные сборы за заимствова-

ние на данный период. Ценная бумага, которая лежит в основе операции, служит залоговым обеспечением для кредитора.

Кроме обеспечения возможности гарантированных краткосрочных заимствований и кредитования на денежных рынках, РЕПО и другие рынки предоставления ценных бумаг в ссуду имеют огромное значение для продаж без покрытия — когда трейдер соглашается продать ценную бумагу, которой он не владеет в момент продажи. Чтобы предложить такую ценную бумагу, продавец без покрытия должен заимствовать или на время

задолженность, может использовать АВСР для заимствований по более низкой стоимости или вывести такие активы со своего баланса. Для этого создается предприятие целевого назначения, которое приобретает ликвидные активы у компании и финансирует покупку за счет выпуска АВСР, которые — в отличие от обычных коммерческих бумаг — обеспечены или «подкреплены» базовыми активами. Такой вид коммерческих бумаг может иметь высокий кредитный рейтинг, если активы имеют высокий класс и если предприятие специального назначения располагает

В период финансового кризиса фондам денежного рынка грозили убытки по коммерческим бумагам, а впоследствии — по векселям, выпущенным Lehman Brothers.

приобрести ее посредством операции РЕПО. Когда наступает срок возврата ценной бумаги кредитору, продавец без покрытия вновь должен приобрести или занять ее. Если цена бумаги падает, продавец без покрытия получает прибыль от операции.

Паевые инвестиционные фонды денежного рынка (ПИФ) представляют собой ценные бумаги, предлагаемые компаниями, которые инвестируют в другие инструменты денежного рынка, например, в коммерческие бумаги, депозитные сертификаты, казначейские векселя и РЕПО. Регулирование паевых инвестиционных фондов денежного рынка в США и Европейском союзе осуществляется так же, как и в случае инвестиционных компаний. Они предлагают розничным и институциональным инвесторам, а также корпорациям прибыли с низким риском на краткосрочные инвестиции. Традиционный ПИФ производит инвестиции в ликвидные, краткосрочные инструменты с высоким рейтингом. Хотя цена не фиксирована и не гарантирована, фонд управляется таким образом, чтобы цена оставалась неизменной, то есть, если воспользоваться терминологией рынка ценных бумаг, поддерживается стабильная чистая стоимость актива, как правило, 1 долл. США за пай. (Что отличает их от других паевых фондов, которые инвестируют в акции или облигации, и стоимость паев в таких фондах меняется ежедневно.) Если стоимость базовых активов ПИФ превышает 1 долл. США за пай, разница выплачивается в виде процентов. До начала мирового кризиса появление фонда денежного рынка с чистой стоимостью ниже 1 долл. США за пай, или, как еще это называют — «ниже долларовой отметки», было почти немислимо. В тех редких случаях, когда это происходило, инвестиционные управляющие фонда использовали собственные ресурсы, чтобы удержать цену на уровне 1 долл. США за пай.

Но в период финансового кризиса фондам денежного рынка грозили убытки по коммерческим бумагам, а впоследствии — по векселям, выпущенным Lehman Brothers (брокер-дилер, обанкротившийся в сентябре 2008 года). Поскольку ПИФы являются серьезными участниками других важнейших денежных рынков, государственные органы США приняли меры по предупреждению паники, которая могла бы вызвать распространение ограничений кредитов. Казначейство США предоставило гарантии по основной сумме долга, а Федеральная резервная система сформировала специальный кредитный механизм для коммерческих бумаг, чтобы помочь ПИФ сдерживать натиск инвесторов.

Нефункционалирующие рынки

Существуют и другие секторы денежного рынка, которые не столь очевидны и просты. К ним относятся коммерческие бумаги, обеспеченные активами (АВСР) и некоторые трехсторонние операции РЕПО.

Компания с труднореализуемыми (неликвидными) финансовыми активами, такими как кредиты, ипотека или дебиторская

достаточным капиталом и кредитными линиями. Капитал предназначается для покрытия непредвиденных убытков по активам, и кредитные линии учитывают сложности продажи базовых активов для обеспечения потребностей в денежных средствах.

Некоторые сегменты рынка АВСР в период кризиса столкнулись с проблемами. Эмитенты стандартных коммерческих бумаг — почти исключительно крупные нефинансовые корпорации и банки — представляют квартальные финансовые отчеты, которые позволяют инвесторам быстро оценить их условия кредитования. Кредитный риск по АВСР, среди прочего, зависит от организации предприятия специального назначения, его методов повышения качества кредита, его поддержки ликвидности и стоимости базовых активов — все это, скорее всего, будет менее прозрачным и более сложным, чем в случае обычных коммерческих бумаг. За период с августа по ноябрь 2008 года рынок АВСР в США сократился на 38 процентов.

Это затронуло и рынок ПИФ, на долю которого приходилось более трети обращающихся коммерческих бумаг. После того как инвесторы стали выводить средства с ПИФ, фонды резко повернулись в сторону от АВСР и обратились к государственным и ведомственным ценным бумагам.

Рынок трехсторонних РЕПО оказался гораздо менее надежным, чем рынок обычных РЕПО для казначейских и ведомственных ценных бумаг. Рынок трехсторонних РЕПО организован на базе одного или двух клиринговых банков, которые хранят залоговое обеспечение и передают право собственности от заемщика кредитору и обратно после выплаты кредита.

На рынке трехсторонних РЕПО наступил хаос после краха рынка частных ценных бумаг, обеспеченных ипотекой. На такие ценные бумаги приходилась значительная доля залогового обеспечения рынка трехсторонних РЕПО. После падения рыночной стоимости и кредитного рейтинга таких ценных бумаг и прекращения сделок с такими ценными бумагами трехсторонний рынок стал страдать из-за более высоких требований к запасу прочности залогового обеспечения (процент, на величину которого кредитор снижает стоимость ценной бумаги для целей залогового обеспечения), необходимого для компенсации волатильности рынка секьюритизированного долга и сложности ценообразования залогового обеспечения, которое более не имеет рыночной стоимости.

В совокупности кризисы на рынках АВСР и трехсторонних РЕПО вызвали распространение проблем финансирования на банки, компании, ведущие операции с ценными бумагами и хеджевые фонды, которые использовали эти денежные рынки для финансирования инвестиций. В настоящее время эти рынки резко сократились. ■

Рэндалл Додд является финансовым экономистом Казначейства США.



Рабочий на судовой верфи «Western Marine» в Читтагонге, Бангладеш.

Больше рабочих мест, выше их КАЧЕСТВО

Калпана Кочхар, Прадип Митра и Рима Наяр

Быстрый рост рабочей силы в Южной Азии требует межсекторных реформ экономической политики для поддержки дальнейшего роста числа высококачественных рабочих мест

ЧИСЛЕННОСТЬ рабочей силы Южной Азии за последние десять лет возросла почти на 10 миллионов человек, при повышении заработной платы и сокращении бедности. Возросло количество рабочих мест и улучшилось их качество. Но проблема занятости в течение следующих двух десятилетий будет сложнее, чем в двух предыдущих десятилетиях.

На Южную Азию — Исламскую Республику Афганистан, Бангладеш, Бутан, Индию, Мальдивские острова, Непал, Пакистан и Шри-Ланку — придется 40 процентов роста населения трудоспособного возраста во всем мире (от 15 до 64 лет) до 2050 года. Политика региона в области занятости, следовательно, имеет глобальное значение. Южной Азии необходимо добавлять новые рабочие места и рабочие места более высокого качества, повышающие реальную заработную плату и сокращающие бедность.

Опыт прошлого

Занятость в Южной Азии в целом росла параллельно с ростом населения трудоспособного

возраста. Так рейтинг пяти крупных стран региона по росту занятости в порядке убывания — Пакистана, Непала, Бангладеш, Индии и Шри-Ланки — совпадает с их рейтингом по росту населения трудоспособного возраста.

Помимо роста числа рабочих мест улучшилось и их качество. К двум критериям, которые используются для оценки качества рабочих мест, относятся бедность среди самостоятельно занятых лиц (работодателей, независимых работников, а также неоплачиваемых работников в семьях) и реальная заработная плата наемных работников. К наемным работникам относятся временные работники, которым платят по деньгам, нерегулярно или на сдельной основе, и работники, получающие регулярную заработную плату за работу в государственном или частном секторе и, как правило, также отпуск и дополнительные льготы. Бедность в Южной Азии среди самостоятельно занятых лиц сократилась (см. рис. 1). В то же время реальная заработная плата временных работников и получателей регулярной заработной платы повысилась. Бедность среди работников, получающих регулярную заработную плату, также сократилась.

При этом разбивка рабочей силы по этим трем общим видам работы со временем изменилась в незначительной степени (см. рис. 2). Самостоятельно занятые лица составляют наибольшую долю, отражая преобладающую роль сельского хозяйства в большинстве стран региона. За ними следуют временные работники. Несмотря на сокращение бедности в каждой категории работников, она остается наиболее распространенной среди временных работников и наименее распространенной среди работников, получающих регулярную заработную плату.

Таким образом, качество рабочих мест повышалось в основном по каждой категории занятости, а не за счет перехода из одной категории в другую. Но переход на уровне отдельных работников случается. В сельских районах Бангладеш, Индии и Непала, например, образование облегчает переход из сельского хозяйства на более привлекательную работу в промышленности и сфере услуг несельскохозяйственного сектора экономики, в то время как отсутствие образования усиливает вероятность перехода из несельскохозяйственного сектора экономики в сельское хозяйство. И действительно, в сельских районах Индии, например, вероятность потери работы вне сельскохозяйственного сектора работниками с низким уровнем образования почти в три раза больше вероятности получения ими такой работы.

Качество рабочих мест повышается, прежде всего, благодаря росту ВВП, с вариациями в разных странах. За последние несколько десятилетий рост в целом ускорился в Бангладеш, Индии и Шри-Ланке. В то время как в Пакистане в последние десятилетия сложилась тенденция к замедлению темпов роста, она была неустойчивой, с резким подъемом между 1990-ми и 2000-ми годами. Качество рабочих мест в Непале, где наблюдаются медленные темпы роста, повысилось в связи с массовой эмиграцией рабочей силы из страны, приведшей к повышению реальной заработной платы оставшихся, в то время как потоком денежных переводов работников, который оценивается на уровне четверти ВВП, объясняется половина сокращения бедности.

Значительная часть роста ВВП на одного работника в Южной Азии, лежащего в основе этих благоприятных изменений, во многом обусловлена быстрым повышением совокупной факторной производительности — сочетанием изменений в эффективности использования факторов производства и изменений в технологии, чем увеличением физического капитала в расчете на одного работника и повышением уровня образования. В будущем, в то время как рост совокупной производительности факторов производства будет продолжать играть важную роль, необходимо повысить коэффициенты накопления физического и человеческого капитала для включения новых работников в состав рабочей силы.

Впереди крутой подъем

Для трудоустройства растущей рабочей силы Южной Азии потребуются добавлять 12 миллионов рабочих мест каждый год с 2010 по 2030 год. А если возрастет доля женщин на рынке труда в трех крупнейших странах региона (Бангладеш, Индия, Пакистан), — в настоящее время одна из самых низких в развивающихся странах, — как это произошло в некоторых странах Восточной Азии, это число возрастет до почти 15 миллионов рабочих мест каждый год, что эквивалентно населению Джакарты. Необходимо в добавлении рабочих мест превысит их ежегодный прирост в период между 1990 и 2010 годами на 20–50 процентов.

Новых работников можно обеспечить работой, постепенно снижая индивидуальную выработку в странах с низкими доходами и странах нижнего эшелона группы стран со средними доходами, в которых отсутствие системы социальной защиты исключает открытую безработицу. При прочих равных условиях чем больше новых работников, тем ниже выработка на одного работника на дополнительных рабочих местах, созданных для их трудоустройства.

Но перед регионом стоит задача в сфере занятости, заключающаяся в создании рабочих мест с более высокой выработкой на одного работника. Для этого необходим ускоренный переход рабочей силы из сельского хозяйства в промышленность и сектор услуг, где выше объем производства, приходящийся на одного работника, как это происходило в Восточной Азии в годы высоких темпов роста, а также переход рабочей силы из фирм с низкой производительностью на фирмы с более высокой производительностью в промышленности и сфере услуг.

Несмотря на желательность высоких темпов роста и в дальнейшем, на них не всегда можно положиться в решении проблемы занятости. Международный опыт показывает, что высоких темпов роста гораздо легче достигнуть, чем поддерживать. Поэтому необходимы структурные реформы как спроса, так и предложения на рынке труда.

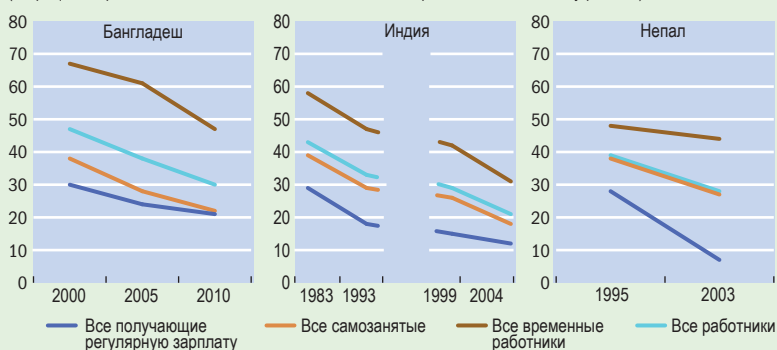
Рост населения увеличит число людей, входящих в состав рабочей силы. Но в возрастной структуре этого роста кроется потенциал для смягчения проблемы занятости. «Демографический переходный период», в течение которого число людей трудоспособного возраста растет быстрее, чем число их иждивенцев, может создать в большинстве стран Южной Азии «попутный ветер» в поддержку реформ экономической политики в ближайшие два-три десятилетия. Средства, сэкономленные в результате уменьшения числа иждивенцев, обеспечат «демографический дивиденд». Этот дивиденд можно использовать для имеющих первостепенное значение инвестиций в физический и человеческий капитал, необходимых для создания качественных рабочих мест. Но для освоения дивидендов необходим деловой климат, благоприятствующий накоплению факторов производства, с тем чтобы потенциально сэкономленные средства можно было превратить в реальные инвестиции. Поскольку для воздействия мер политики необходимо время, а «демографическое окно», как ожидается, закроется для большинства стран Южной Азии примерно в 2040 году, уступая место иждивенчеству в старости, укрепление реформ экономической политики особенно актуально.

Рисунок 1

Сокращение бедности

Бедность сокращается в целом, но остается более распространенной среди временных работников.

(В процентах работников в домашних хозяйствах ниже черты бедности, по виду работы)



Источник: Всемирный банк (2012).

Факторы, ограничивающие увеличение числа рабочих мест

Попросите менеджеров городских фирм организованного сектора Южной Азии, создавших рабочие места, назвать три важнейшие ограничения их возможностей для работы и развития. Несмотря на разнообразие стран региона, они ответят: «Электричество, коррупция и политическая нестабильность». Ограничения, как правило, носят более жесткий характер для фирмы, увеличившей число занятых, что увеличивает потребности, например, в электроэнергии, дорогах, судебной системе и других аспектах деловой среды, чем для фирмы, которая никого не нанимала (см. рис. 3).

Ограничения доступа к электричеству в некоторых странах Южной Азии, таких как Афганистан, Бангладеш и Непал, жестче, чем те, с которыми сталкиваются аналогичные (по размеру, сектору, местоположению, характеру собственности и степени международного участия) фирмы в развивающихся странах с таким же уровнем дохода в других регионах. В 2000–2010 годах фактически 100 процентов фирм в этих странах каждый месяц испытывали перебои в электроснабжении. Компании выходят из положения с помощью генераторов для смягчения последствий ненадежного энергоснабжения — дорогостоящее

администрации, повышает стоимость ведения дел. Политическая нестабильность, особенно в странах в состоянии конфликта или во время и после конфликта, является еще одним фактором, ограничивающим деятельность фирм.

Решение проблем в энергетическом секторе является безусловным приоритетом. Реформы требуют от государственных и частных инвестиций, которые продолжаются, сократить большой разрыв между спросом и предложением наряду с корректировкой тарифов, улучшением собираемости оплаты и усилением потенциала и независимости органа регулирования для улучшения финансовой и коммерческой жизнеспособности энергетики. Не менее важно совершенствование управления компаниями-поставщиками коммунальных услуг.

Вмешательство на раннем этапе

Еще одним приоритетом для всех стран Южной Азии является повышение качества обучения на всех уровнях образования и освоение навыков анализа и поведения, которых требуют от выпускников учебных заведений работодатели и которых им в настоящее время недостает. Но самую большую отдачу от инвестиций в человеческий капитал может дать вмешательство в дошкольном возрасте.

Существует немало данных, в том числе из Южной Азии, согласно которым улучшение питания способствует обучению на протяжении жизни и повышает производительность на рынке труда

решение, более распространенное в Южной Азии, чем в странах с аналогичным уровнем дохода в других регионах. Доступ к электроэнергии является также одним из главных ограничений, указанных сельскими промышленными фирмами и предприятиями сферы услуг в Бангладеш, Пакистане и Шри-Ланке и фирмами городского неформального сектора в Индии.

Еще одним ограничительным фактором, который фирмы называли в числе важнейших, является коррупция в отношениях между компаниями и правительством. Взятки и время, которое менеджерам приходится посвящать должностным лицам предприятий-поставщиков коммунальных услуг или налоговой

В Южной Азии самый высокий в мире коэффициент детей в возрасте до пяти лет, страдающих от недоедания — он даже превышает их долю в странах Африки к югу от Сахары (см. рис. 4), и одни из самых высоких уровней распространения анемии и йододефицита. Существует немало данных, в том числе из Южной Азии, согласно которым улучшение питания способствует обучению на протяжении жизни и повышает производительность на рынке труда. Рост доходов сам по себе не предотвратит недоедания. Мероприятия, проводимые в раннем детстве, должны быть направлены на питание, гигиену, раннее когнитивное стимулирование и эффективные дошкольные программы для уязвимых детей для предотвращения необратимых когнитивных нарушений.

Несмотря на ряд весьма перспективных экспериментальных программ вмешательства в раннем детстве, в Южной Азии очень мало масштабных программ. Создание этих программ позволит повысить шансы на успех детей в школе и, в конечном итоге, на рынке труда.

Найм и увольнение

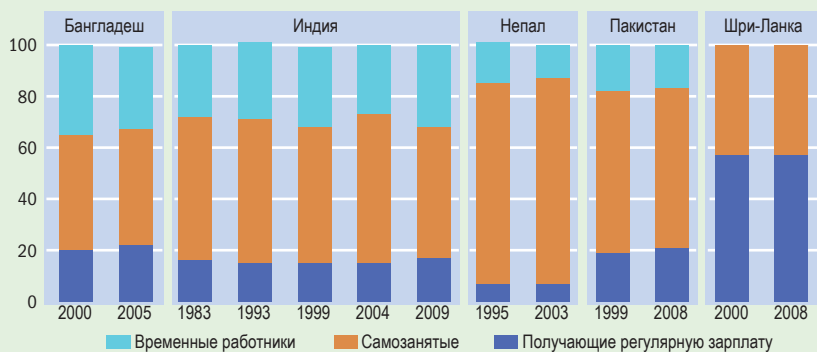
Работодатели в организованном секторе обрабатывающей промышленности Индии больше склонны корректировать размер своей рабочей силы путем создания и ликвидации рабочих мест для непостоянных работников, работающих по подряду, чем для обычных наемных работников. Так сумма показателей создания рабочих мест (число рабочих мест, созданных в течение года, деленное

Рисунок 2

Все та же старая история

Работники редко переходят из одной общей категории рабочих мест в другую с течением времени.

(В процентах всех работников в возрасте 15–64 лет, по виду работы)



Источник: Всемирный банк (2012).

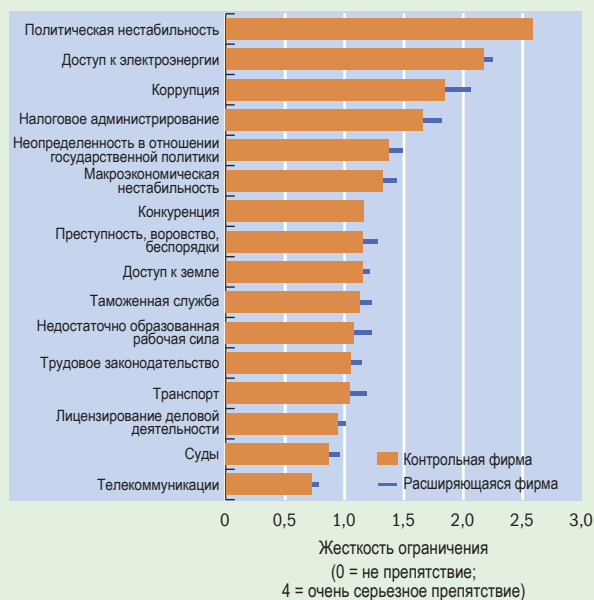
Примечание: К получающим регулярную зарплату отнесены все наемные работники в Шри-Ланке, поскольку в данных не выделяются временные наемные работники.

Рисунок 3

Ограничительные факторы

Основные ограничения роста фирм в странах Южной Азии со сходными характеристиками в разных странах — «контрольных фирм» — в городском организованном секторе: политическая нестабильность, доступ к электроэнергии и коррупция. Эти ограничения носят более жесткий характер для фирм, создающих рабочие места.

(Индекс, 0–4)



Источник: Всемирный банк (2012).

на среднюю занятость в течение года) и показателей их сокращения (число рабочих мест, потерянных в течение года, деленное на среднюю занятость в течение года) для временных работников в крупных компаниях обрабатывающей промышленности в Индии вдвое превышает аналогичные показатели для постоянных работников. Отчасти это связано с трудовым законодательством, которое менеджеры в Индии и их коллеги в Непале и Шри-Ланке считают значительно более жестким ограничением для ведения и роста их бизнеса, чем аналогичные фирмы (в плане размера, отрасли, местоположения, характера собственности и степени международного участия) в других странах с сопоставимым уровнем дохода на душу населения.

Высокая стоимость увольнения штатных работников является, по сути, налогом на их прием на работу. Реформы, направленные на поощрение создания рабочих мест в организованном секторе экономики, должны снизить эти затраты, которые защищают лишь небольшую часть работников. Такие реформы должны идти параллельно с реформами, помогающими всем работникам в организованном и неформальном секторах приспособиться к потрясениям на рынке труда и повышать свой будущий потенциал заработков. Реформы включают поддержку доходов в случае безработицы, которая дополняется энергичными программами на рынке труда, включая экономически эффективное обучение и службы занятости. Развитие с опорой на действующие программы, особенно в неформальном секторе, — вероятно, лучший вариант действий.

Инвестиции в рабочие места

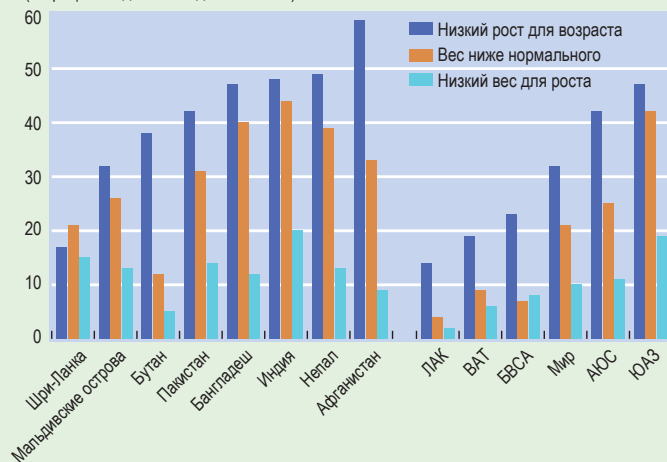
В Южной Азии создано много рабочих мест, в том числе более высокого качества. Качество рабочих мест важнее, поскольку

Рисунок 4

Накормите детей

Наибольшую отдачу может дать борьба с плохим питанием в раннем детстве; показатели Южной Азии относятся к самым низким в мире.

(В процентах детей младше пяти лет)



Источник: Всемирный банк (2012).

Примечание. ЛАК = Латинская Америка и бассейн Карибского моря; ВАТ = Восточная Азия и Тихоокеанский регион; БВСА = Ближний Восток и Северная Африка; АЮС = страны Африки к югу от Сахары; ЮАЗ = Южная Азия.

их число увеличивалось в целом в соответствии с численностью населения трудоспособного возраста.

Проблема занятости в Южной Азии, заключающаяся в трудоустройстве рабочей силы, которая может увеличиться в ближайшие 20 лет на 20–50 процентов по сравнению с предыдущими 20-ю годами, и в том, чтобы сделать это, повысив выработку на одного работника, требует ускорения перехода работников как с ферм в промышленность и услуги, так и с рабочих мест с низкой производительностью в промышленности и сфере услуг на места с более высокой производительностью. Для этого необходимы инвестиции в физический капитал: например, в секторе электроэнергетики, в котором ненадежность энергообеспечения препятствует развитию компаний, создающих новые рабочие места. Это также требует и инвестиций в человеческий капитал. Для того чтобы работник мог уйти из сельского хозяйства, его необходимо обучить и обеспечить навыками, которые требуются работодателям.

Такие инвестиции зависят от широкомасштабных изменений в экономической политике, призванных стимулировать инвестиции в электроэнергетику, расширять охват и повышать качество образования, а также снизить затраты по найму и увольнению работников. Условия, которые создают эти реформы, важны для создания рабочих мест где бы то ни было, но они особенно актуальны в Южной Азии. Демографический переходный период может создать благоприятный «попутный ветер», но он не будет дуть вечно, а мерам политики необходимо время, чтобы принести плоды. ■

Калпана Кочхар — главный экономист, Рима Наяр — ведущий экономист региона Южной Азии Всемирного банка. Прадип Митра — бывший главный экономист региона Европы и Центральной Азии, консультант региона Южной Азии Всемирного банка.

Настоящая статья основана на докладе Всемирного банка

«Больше рабочих мест более высокого качества в Южной Азии», подготовленном под руководством Рими Наяр.

Эпоха строгой экономии

В своем стремлении обеспечить сбалансированный бюджет и снижение задолженности страны с развитой экономикой оказываются в тяжелых условиях

Карло Коттарелли



Карло Коттарелли — директор Департамента МВФ по бюджетным вопросам.

ВЫРАЖЕНИЕ «строгая экономия» стало в этом десятилетии одним из наиболее часто употребляемых. Правительство во всем мире, похоже, восприняли его как нечто само собой разумеющееся. Одни гордо поддерживают строгую экономию, другие воспринимают ее с неохотой.

Тем не менее, споры вокруг нее продолжаются. На одном полюсе находятся те, кто настаивает на мерах, обеспечивающих большее сокращение дефицита, тогда как другие убеждены, что в условиях нестабильной мировой экономики пришло время, когда правительству необходимо немедленно приостановить свою деятельность по сокращению дефицита.

Один из способов пролить свет на эти дебаты — обратить внимание на современное состояние мировой экономики, а не на функционирование экономики разных стран в обычных обстоятельствах. Если ориентироваться на современную ситуацию, то становится очевидным, что прагматичный подход — постепенная корректировка в рамках четкой среднесрочной основы — является наиболее оптимальным планом действий.

Представьте себе капитана корабля, который должен быстро и в сохранности доставить груз по назначению. Переход к строгой экономии, подобно действиям капитана, должен осуществляться в соответствии с четким планом при сохранении неизменного курса порою в штормовых водах.

Так держать!

Чем отличается современный климат — каковы особые обстоятельства, характеризующие состояние мировой экономики в данный момент, — и что это означает для управления налогово-бюджетной политикой? Я остановлюсь на странах с развитой экономикой, поскольку именно там налогово-бюджетные диспропорции наиболее серьезны, а дебаты более ожесточенные.

Страны с развитой экономикой восстанавливаются после самого сильного экономического потрясения со времен Великой депрессии. Правительства пытались стимулировать экономический рост за счет увеличения бюджетного дефицита, что в большинстве случаев позволило им добиться успеха, но в настоящее время у них возникла необходимость сократить масштабы дефицита, чтобы привести свои финансы в порядок. При этом в большинстве стран с развитой экономикой сохраняется высокий

уровень безработицы, а объем производства гораздо меньше потенциальных возможностей. В подобных обстоятельствах изменения экономических показателей за счет сокращения государственного дефицита, так называемого бюджетного мультипликатора, оказываются больше тех, которые традиционно обсуждаются в экономической литературе. Традиционные оценки бюджетных мультипликаторов часто не учитывают, растет ли экономика быстрыми темпами, переживает ли она тяжелое положение, или находится где-то посередине. Это связано с тем, что в условиях, когда объем производства приближается к потенциальным возможностям или превышает их, сокращение дефицита с большей вероятностью повлечет за собой снижение инфляции и с меньшей вероятностью приведет к сокращению объема производства. Поэтому оценки бюджетного мультипликатора, которые включают периоды бурного роста экономики, приводят к заниженным оценкам величины мультипликаторов. Это все равно что пытаться определить эффективность зонтика, оценивая его способность защищать от дождя даже в те дни, когда светит солнце. Зонтики полезны в дождь; а когда светит солнце, в них мало проку. Да и невозможно оценить их подлинную эффективность по среднему числу дождливых и солнечных дней.

Кроме того, мультипликаторы обычно оказываются особенно высокими на текущем этапе, поскольку процентные ставки уже рекордно низки, а потому ужесточение налогово-бюджетной политики невозможно компенсировать смягчением в денежно-кредитной сфере.

Капризы рынков

Можно услышать, что сокращение бюджетных расходов, которое оказывает экспансионистское воздействие на экономику, по крайней мере, создает возможности для стран с высокими спредами; то есть там, где правительство в настоящее время вынуждено занимать под высокие процентные ставки и где меры строгой экономии могут стимулировать восстановление доверия рынка. Такая аргументация исходит из того, что подобные меры будут укреплять доверие рынков к правительству и его способности управлять своим дефицитом и долгом. Снижение уровня обеспокоенности рынков должно обеспечить сокращение стоимости заимствования для правительства, а следовательно, и для остальной экономики.

Вместе с тем, подкрепляемое доверием падение процентных ставок по государственному долгу, которое в более спокойные времена вполне сопоставимо бы ужесточению налогово-бюджетной политики, может сдерживаться текущей ориентацией рынков на краткосрочную динамику.

Если в соответствии с рыночными настроениями предполагается, что ужесточение налогово-бюджетной политики в краткосрочной перспективе замедлит темпы роста, спреды не уменьшатся из-за опасений, что замедленный рост приведет к сокращению налоговых доходов, и у правительства пропадет заинтересованность постоянно стремиться к упорядочению государственных финансов. Указанная проблема усугубляется из-за угрозы того, что в условиях высокого долга той или иной страны по сравнению с ее совокупным объемом производства ужесточение налогово-бюджетной политики может в краткосрочной перспективе повлечь за собой рост отношения государственного долга к ВВП. Опять же, подобный сценарий предполагает, что ужесточение налогово-бюджетной политики сопровождается замедлением темпов роста производства.

Таким образом, возможны два самореализующихся предсказания:

- Если рынки ожидают, что ужесточение не приведет к замедлению роста, спреды могут сократиться, и темпы роста действительно можно будет удержать, несмотря на ужесточение налогово-бюджетной политики.
- Если рынки ожидают, что ужесточение вызовет замедление роста спреды могут вырасти, и при этом в условиях сокращения дефицита пострадают темпы роста.

Недавнее понижение кредитного рейтинга некоторых стран Европы агентством Standard & Poor's, при котором отмечалось негативное воздействие ужесточения налогово-бюджетной политики на экономический рост, показывает, что поведение рынков сводит ситуацию к последнему, менее привлекательному результату.

Можно с уверенностью сказать, что серьезное ужесточение налогово-бюджетной политики окажет ограничительное воздействие на экономику — проблема, которая усугубится из-за параллельного ужесточения в налогово-бюджетной сфере в большинстве стран с развитой экономикой. Это будет способствовать повсеместному упорядочению в сфере государственных финансов с отсрочкой части мер до момента восстановления объемов производства и стабилизации канала поступления кредитов.

Некоторые утверждают, что бюджетный мультипликатор будет незначительным или даже отрицательным (сокращение бюджетных расходов, приводящее к увеличению объема производства), если ужесточение в налогово-бюджетной сфере будет осуществляться посредством сокращений государственных расходов, а не повышения налогов. Но я с ними не соглашусь. Факторы, которые стимулируют восстановление спроса в частном секторе, а именно экспансия денежно-кредитной политики, снижение обменного курса, сокращение спредов, пострадают от сокращения расходов не в меньшей степени, чем от увеличения доходов. При этом я соглашусь с тем, что для большинства стран с развитой экономикой сокращение расходов предпочтительнее роста налогов. Но это связано со структурными причинами, а не потому, что один из подходов в краткосрочной перспективе обойдется значительно дешевле. Потенциальный рост в странах, где ставки налогообложения и без того уже высоки, как это характерно для большинства стран Европы, в долгосрочной перспективе будет страдать от дальнейшего увеличения.

Всегда в движении

В целом, можно заключить, что ужесточение налогово-бюджетной политики в краткосрочной перспективе, скорее всего, отрицательно скажется на объеме производства. Это означает, что странам, в которых экономическая активность и без того низкая, будут выгодны более постепенные темпы бюджетной консолидации. И это будет способствовать повсеместному

упорядочению в сфере государственных финансов с отсрочкой части мер до момента восстановления объемов производства. Итак, если слишком быстрые темпы бюджетной консолидации предполагают издержки для объема производства, зачем вообще ее проводить? Почему пришло время начать ужесточение налогово-бюджетной политики уже сейчас, вместо того чтобы просто отсрочить ее до лучших времен? Для стран, которые уже испытывают давление рынка, ответ очевиден. С учетом проблем заимствования по приемлемым процентным ставкам бюджетная консолидация в таких странах должна будет проводиться опережающими темпами: значительное сокращение дефицита должно произойти скорее раньше, чем позже.

Что можно сказать о других странах? У них определенно есть больше свободы для маневра в налогово-бюджетной сфере, и они могут сохранять более умеренные темпы консолидации. Но даже для них попытки абстрагироваться от масштабного замедления экономической активности, отсрочка всей корректировки в целом или даже проведение экспансионистской налогово-бюджетной политики в современной ситуации будут слишком рискованными по трем причинам:

Государственный долг достиг самых высоких показателей со времен Второй мировой войны. Высокие уровни государственного долга сложно поддерживать, но еще важнее то, что при высоком государственном долге даже незначительные увеличения процентных ставок в состоянии подорвать государственные финансы. В подобной ситуации откладывать меры строгой экономии рискованно.

Чрезмерная ориентация рынка на краткосрочную динамику осложняет замену краткосрочной бюджетной экспансии на среднесрочное ужесточение налогово-бюджетной политики, например, реформы в области пенсий и расходов на здравоохранение, которые приведут к сокращению среднесрочных дефицитов и позволят в краткосрочной перспективе увеличить расходы. Спреды, по-видимому, не учитывают различий в долгосрочных расходах на социальные нужды, а следовательно, будущие реформы едва ли будут пользоваться доверием рынков сегодня.

Реструктуризация долга Греции опрокинула повсеместно господствовавшее в период после Второй мировой войны мнение о том, что в странах с развитой экономикой реструктуризации долга не бывает. Поэтому рынки больше, чем когда бы то ни было, обеспокоены изменениями в налогово-бюджетной сфере.

Управление рисками

Относительная значимость перечисленных трех факторов в разных странах различна. Но основная идея заключается в том, что отсрочить бюджетную консолидацию до лучших времен в настоящее время сложнее, чем в прошлом. Для доверия, по-видимому, требуется аванс в форме определенных значимых мер по ужесточению налогово-бюджетной политики. Постепенный подход позволит избежать риска слишком быстрого ужесточения впоследствии, если чувство доверия на рынках начнет сменяться сомнениями. Более того, некоторые из обсуждавшихся выше затрат, связанных с ужесточением налогово-бюджетной политики, таких как возможный рост спредов, если ужесточение налогово-бюджетной политики проходит на фоне замедления роста, с большей вероятностью возникнут при масштабных сокращениях дефицита, чем при умеренных.

В столь неопределенной обстановке мировая экономика меньше всего нуждается в чрезмерно нервных ответных мерах налогово-бюджетной политики. Поэтому для стран, которые не испытывают рыночного давления, правильно будет двигаться со стабильной скоростью, в определенной степени учитывая циклическую динамику, в частности обеспечивая условия для беспрепятственного действия бюджетных мультипликаторов, имея четкое представление о направлении движения и опираясь на набор мер строгой экономии, которые учитывают цели долгосрочной эффективности. ■

В ожидании быть услышанными



Janet Byrne (editor)

The Occupy Handbook

Back Bay Books, New York, 2012, 256 pp., \$15.99 (paper).

«Э то требование о том, чтобы их услышали. Они требуют иметь право голоса. Люди чувствуют, что у них его нет. Они хотят иметь это право и право участия, хотя вновь почувствовать независимость», — говорит активист Джон Фризен из движения «Захвати Уолл-стрит». Дэвид Грэбер, антрополог, выдвинувший идею построенной на консенсусе генеральной ассамблеи, которая стала отличительной чертой движения «Захвати Уолл-стрит», называет его анархистским в своей основе, главный посыл которого заключается в том, «что американский политический порядок абсолютно и безнадежно коррумпирован, обе партии покупаются и продаются одним, наиболее богатым, процентом населения, и если мы хотим жить в сколько-нибудь подлинно демократическом обществе, то нам необходимо начать с самого начала».

Это слова из «Справочника по движению «Захвати»» (*The Occupy Handbook*), сборнике Фризена и Грэбера, состоящего из 56 эссе, где анализируются истоки движения «Захвати», его состояние на сегодняшний день, а также то, чего оно может достичь в будущем. Хорошо это или плохо, но количество голосов аналитиков, интерпретаторов и доброжелателей намного превышает число голосов фактических участников движения.

Движение «Захвати Уолл-стрит» служит отправной точкой для повествования о финансовом кризисе. Экономисты Кармен Рейнхарт и Кеннет Рогофф приводят резюме своих исследований по финансовым кризисам. Бывший главный экономист МВФ Рагурам Раджан утверждает, что неравенство поощряло правительство США к содействию легкодоступному кредиту. Журналист Бетани Маклейн, известная своим исследованием скандала Enron, напоминает нам о том, что пузырь цен на жилье был вызван рефинансированием с изъятием средств, а не покупками жилья. А корреспондент *Financial Times* Джиллиан Тетт указывает на социальное молчание (то есть принятие ситуации без обсуждения), как на недостаток сегодняшнего сложного финансового сектора. Эти эссе дают полезную информацию, но они не раскрывают сущности явления «Захвати».

Уоррен Баффетт сделал ставшее знаменитым замечание, что только когда прилив отходит, ты замечаешь, кто купался нагишом. Можно добавить: только когда прилив отходит, ты узнаешь, кто не может позволить себе купить одежду. Финансовый кризис пролил свет на более глубокую проблему неравенства, которая увеличивалась в течение десятилетий. Как напоминает нам экономист Эммануэль Саез (на основе исследований совместно с другим французским ученым Тома Пиккетти), на долю богатейшего одного процента населения пришлось половина всего прироста доходов в США с 1970-х годов.

Последний кризис лишь усугубил неустойчивую ситуацию, в которой обычные семьи жили многие годы. Щедрая поддержка крупных банков со стороны правительства, резко контрастировавшая с очевидной неспособностью помочь владельцам жилья, которым угрожало взыскание жилья теми же самыми банками, лишь укрепила мнение о том, что Вашингтон находится на службе у крупных корпораций и богатых людей. Это сочетание экономического отчаяния и политического бессилия подогрело движение «Захвати», которое писатель и юрист Скотт Туроу характеризует как «жалобу» на растущее неравенство доходов в США, «вызванное отчасти государством, которое, по-видимому, в большей степени благоприятствует богатым кругам».

Неравенство является главным побудительным мотивом движения: несомненно, речь идет о неравенстве

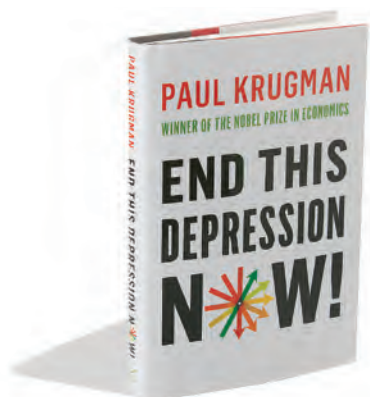
доходов, но также и о неравенстве возможностей и неравенстве власти. Знаменитый лозунг движения «Нас 99 процентов» подчеркивает растущую пропасть между сверхбогатыми, которые сочетают невообразимую роскошь и ошеломляющую политическую власть, ставшую возможной благодаря неограниченным взносам в суперкомитеты политических действий, и всеми остальными, пытающимися обеспечить достойную жизнь своим детям.

Итак, в чем заключается решение? В работе *The Occupy Handbook* предлагается много решений, из которых я отмечу три. Одно, предложенное экономистом Питером Даймондом и Саезом и одобренное редактором Джанет Берн, заключается в значительном повышении ставок налогов для богатых. Но это вызывает вопрос: «Как это может произойти при сегодняшнем Конгрессе и Республиканской партии (большинство членов которой приняло обязательство не повышать ставки налогов)?» Это подводит нас ко второму решению, за которое ратуют бывший государственный деятель Роберт Рейх, Туроу и другие: исключить деньги из политического процесса путем поправки к конституции, если необходимо. Хотя эта мера также может представляться маловероятной, с ней могут согласиться представители различных частей политического спектра.

Однако для Фризена и Грэбера это пустое занятие. По мнению Грэбера, движение «Захвати Уолл-стрит» отвергает существующие политические институты и существующий правовой порядок; взамен этого оно олицетворяет собой «прямую демократию на основе консенсуса». Политолог Джеймс Миллер, который изучает популярные движения активистов, задает вопрос о том, как это будет выглядеть в крупных масштабах. Однако мы должны по крайней мере помнить, что именно такие активисты, как Фризен и Грэбер, а не ученые, журналисты или политики, сделали движение «Захвати Уолл-стрит» мировым явлением.

Джеймс Куак,
адъюнкт-профессор, Университет
Коннектикута, факультет права
Соавтор книги «White House Burning:
The Founding Fathers, Our National
Debt, and Why It Matters to You»
(«Белый дом в огне: отцы-основатели,
наш государственный долг и почему
это имеет значение для вас»)

Позволить разуму восторжествовать



Paul Krugman

End This Depression Now!

W.W. Norton & Company, New York, 2012, 272 pp., \$24.95 (cloth).

В этой хорошо написанной книге Пол Кругман излагает аргументы, которые знакомы читателям его колонки в *New York Times*. Книга читается как обширный блог, предназначенный для аудитории неспециалистов, и включает ссылки на научную литературу, но не содержит сносок или примечаний. Она соответствует лучшим традициям полемической литературы.

Кругман начинает с человеческих лишений, вызванных высокой и продолжительной безработицей в США, возникшей в результате финансового кризиса и последующих ответных мер политики. Общество не только лишилось значительного объема производства, которое могло бы улучшить жизни людей, более того, текущая высокая безработица представляет собой человеческое и социальное зло, которое должно быть в центре внимания директивных органов.

Анализ в книге напрямую связан с главным направлением макроэкономики, которое вполне четко указывает, что государственные меры могут влиять на уровень спроса в экономике. Кругман мужественно отстаивает свои убеждения, когда утверждает, что государство (и Федеральная резервная система) не только может, но и должно обеспечить стимул, необходимый для компенсации низкого частного спроса.

Он решительно отвергает множество заблуждений, которые доминируют в политических дебатах (не только в Америке) по мерам макроэкономической политики: меры политики должны

быть направлены на достижение долгосрочных целей, а не на решение краткосрочных проблем; безработица имеет структурный компонент, который не решается мерами по управлению спросом; любые государственные меры по воздействию на спрос будут нейтрализованы действиями частного сектора; кризис был вызван вмешательством государства в деятельность рынков и операциями гигантов ипотечного рынка Fannie Mae и Freddie Mac; нервные участники рынков облигаций требуют срочных мер для уменьшения дефицита; основным критерием для мер политики должно быть восстановление предпринимательской уверенности.

Рецепт Кругмана для вывода экономики из худшей депрессии с 1930-х годов весьма схож с рекомендациями МВФ: хотя бюджетная консолидация необходима, и в некоторых странах очень срочно, там, где это возможно, упор должен делаться на заслуживающие доверия среднесрочные бюджетные реформы, а консолидация в ближайший период должна сбавить обороты, чтобы способствовать росту экономики. Как Кругман, так и МВФ признают необходимость нетрадиционной денежно-кредитной политики, и он разделяет позицию

Мы не беспомощны перед силами рынка. Миллионы людей не должны быть обречены на длительные, разьедающие душу периоды безработицы.

экономического советника МВФ Оливье Бланшара, предлагающего в нынешних обстоятельствах несколько более высокий целевой показатель инфляции. Даже если Кругман более категоричен в своих рекомендациях, он признает, что МВФ строго придерживается накопленных результатов макроэкономики.

Но если анализ так прочно подерживается логикой макроэкономических выводов, почему он наталкивается на такое сопротивление в области практической политики? Здесь Кругман более осторожен. Хотя он безжалостно применяет экономические аргументы для опровержения заявлений противников активной экономической политики, он относительно мало говорит о том, почему разум не торжествует. Возможно, это потому, что он считает своим наибольшим вкладом использование технических, экономических аргументов.

Ближе всего Кругман подходит к расследованию этих неудач, когда он вспоминает замечания покойного польского макроэкономиста Михалы Калецки относительно противодействия деловых кругов выводам Кейнса: если государственные расходы могут влиять на уровень занятости, то предпринимательская уверенность больше не является альфой и омегой экономической политики, и это означает, что деловая и финансовая элита не имеет такого большого влияния.

Экономисты, занимающиеся общегосударственными интересами, быстро создают модели, в которых персонал государственных учреждений искажает политику, отстаивая планы, которые отвечают собственным интересам этих учреждений. Но проблема заинтересованности в дискуссии об экономической политике, по-видимому, намного более коварна, чем относительно прозрачная работа государственных учреждений. Такие организации, как МВФ и ФРС выглядят как интеллектуально подкованные; проблема заключается в слабом контроле над влиянием богатых людей и деловой и финансовой элиты на эту дискуссию. Растущее значение частного финансирования в научных кругах

и рост хорошо обеспеченных средствами аналитических центров, связанных с вполне конкретными задачами, укрепили силы, противодействующие обсонованной дискуссии.

Книга Кругмана демонстрирует, что мы не беспомощны перед силами рынка и что миллионы людей не должны быть обречены на длительные, выматывающие душу периоды безработицы. Сто лет развития макроэкономики дали нам средства для решения проблемы: все, что нам для этого нужно — это политическая воля.

*Марк Аллен,
глава Постоянного
представительства МВФ
для Центральной
и Восточной Европы*

Пища для размышления



Tyler Cowen

An Economist Gets Lunch

New Rules for Everyday Foodies

Dutton, New York, 2012, 385 pp., \$26.95 (cloth).

Прочитайте эту книгу, и вы начнете лучше питаться, не тратя на еду состояние. Это будет лучше для вас и для всего мира. Вам для этого всего лишь нужно будет думать как... экономист.

Экономическая теория, согласно автору Тайлеру Коуэну, разобьет мысленные оковы, которыми стараются вас сковать «снобы-гурманы», и снимет пелену незнания. Но это еще не все! Трактат Коуэна не только о еде. Речь идет о более широких проблемах, и если он прав, вы можете помочь начать революцию.

То, что экономическая теория — «унылая наука» — может привести к формированию «фуди», рьяного ценителя блюд (или, согласно словарю, страстного любителя еды и напитков), противоречит интуиции. Коуэн развивает именно этот аргумент с помощью изложенного доступно и с юмором ряда экономических концепций. Да, вы можете лучше и дешевле питаться, не полагаясь на самозванных экспертов-кулинаров.

Он может даже убедить вас целиком поменять ваш подход к еде и согласиться с его мнением, что «невкусное или посредственное блюдо не только означает неприятный вкус, но и является неоправданным отрицанием радостей жизни..., утраченной возможностью сделать наш вкус более утонченным, узнать о мире и поделиться интересным опытом». Он предлагает вам «обогатить вашу жизнь открытиями, особенно в том, что касается очень человеческих, самых базовых и первобытных радостей еды».

Коуэн возвращается к историческим корням экономической теории, к Томасу Мальтусу и Адаму Смиту, и доказывает свое мнение с помощью более десятка экономических концепций — от производственных функций до мета-рациональности, а также использует такие различные области науки, как статистика и психология.

Его экономический подход к вкусной еде предусматривает следующий принцип: «Продовольствие является продуктом экономического спроса и предложения, поэтому постарайтесь выяснить, где есть свежие поставки, где поставщики проявляют творческий подход, а потребители информированы». Он пробует использовать подлинно научный метод для лучшего понимания, как работают рынки продовольствия и как с пользой применять эту информацию.

Афоризмы являются одним из его любимых дидактических инструментов. «Когда вам часто встречаются повозки, запряженные ослами, и женщины несут корзины на голове, ешьте рыбу рядом с океаном или озером», — советует Коуэн.

Этот известный экономист использует примеры из различных стран для проверки своих гипотез. Кулинарный опыт почерпнут из разных мест всего мира, хотя львиная доля приходится на Азию, Северную и Южную Амери-

кички снабжения продуктами питания. Исторические ссылки в основном взяты из Северной и Южной Америки и, не считая экскурса в историю ацтеков и происхождения кукурузы, относятся к современной эпохе. Она разительно отличается, но не в лучшую сторону, от захватывающей эпической книги Марка Курлански «Всеобщая история соли».

Однако эта книга выходит за пределы советов о том, где можно вкусно поесть. Она затрагивает такие серьезные темы, как низкое качество еды, рост цен на продовольствие и отсутствие доступа к качественным продуктам, пагубными последствиями чего становятся ожирение, недоедание, продовольственные бунты и даже голод. Автор напоминает нам об относительном снижении пользы от «зеленой революции» и о необходимости новой революции в поддержку более качественного питания. Он твердо выступает за капитализм и находит преимущества в агропромышленности и генетически модифицированных организмах как способе решения проблем снабжения продуктами питания и качества продовольствия. Его взгляды по поводу ожирения, согласно которым он считает, что это заболевание — осознанный выбор пострадавшего, несомненно, являются спорными. Но мы все, вероятно, согласимся с тем, что

То, что экономическая теория — «унылая наука» — может привести к формированию рьяного ценителя блюд, противоречит интуиции.

ку и Европу. Но чтобы не быть обвиненным в стереотипах, он также пишет о китайской кухне в Танзании и приготовлении рыбы с жареной картошкой в Новой Зеландии.

Можно утверждать, что немногие авторы имели бы мужество сделать вывод, что «пакистанская еда в США вкуснее, чем индийская еда в США», или что «большинству людей не нравится корейская кухня». Но твердые мнения Коуэна и отсутствие политической корректности представляют интригующими, и согласны вы с ним или нет, его аргументы являются четкими и конструктивными. Кстати, «с корейской кухней лучше знакомиться через овощные блюда».

Коуэн не останавливается на географии, а сдвигает книгу историческими эпизодами. Одним из важнейших элементов книги является его исследование североамериканской це-

экономисты могут и должны быть частью движения в поддержку более качественного питания.

Стиль Коуэна иногда может быть саркастическим (рекомендую разделы, в которых критикуется «зеленое» движение), но есть гуманистическое начало в его идее о том, что «наибольшее чувство удовлетворения приносит применение приобретенных кулинарных знаний у себя дома, когда ты приглашаешь людей в гости на ужин, для того чтобы поделиться с ними этим опытом и знаниями.

Итак, ценители блюд во всем мире, объединяйтесь! Вам нечего терять, кроме невкусной, дорогой жареной курицы, которую вы съели на обед.

Амаду Сай,

*заместитель начальника отдела
Департамент денежно-кредитных
систем и рынков капитала МВФ*



Займствования стран Группы семи за рубежом

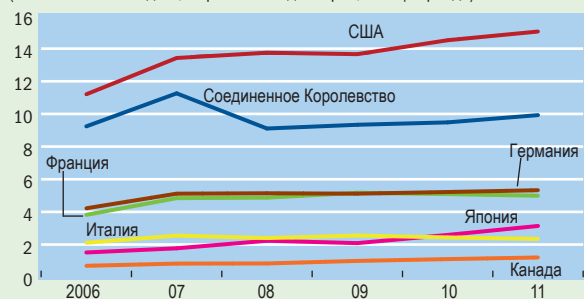
Соединенное Королевство имеет самый большой объем относительно ВВП

США имеют самый большой внешний долг среди самых богатых стран мира (Группы семи основных промышленно развитых стран, или Группы семи), но по отношению к ВВП этот список возглавляет Соединенное Королевство. Валовой внешний долг (долг перед иностранными резидентами) Соединенного Королевства в 2011 году более чем в четыре раза превышал его ВВП, главным образом из-за его роли как активного финансового центра. У Германии, Италии и Франции эти коэффициенты были выше 100 процентов.

Внешний долг США, 15 триллионов долларов в 2011 году, был равен ВВП страны. Этот показатель значительно увеличился за последние пять лет (с 11 триллионов долл. США в 2006 году) отчасти из-за необходимости в финансировании большого бюджетного дефицита.

США имеют самый большой внешний долг среди стран Группы семи.

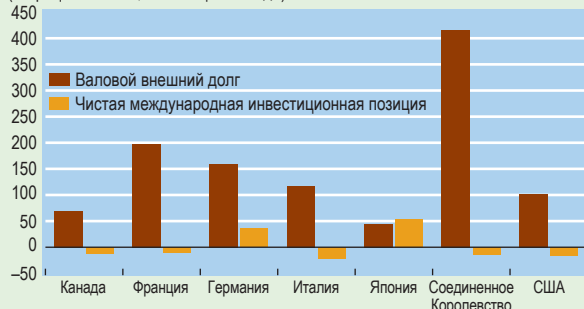
(Валовой внешний долг, в триллионах долларов, конец периода)



Однако сам по себе размер валового внешнего долга не дает полного представления о финансовом положении страны. Уровень внешнего долга может меняться вследствие перераспределения существующих обязательств от отечественных резидентов иностранным. Кроме того, важным фактором для способности страны выдержать неблагоприятные шоки является уровень ее внешних активов. Международные финансовые центры, такие как Соединенное Королевство, имеют высокие уровни как внешнего долга, так и внешних активов.

Коэффициенты внешнего долга и МИП Группы семи по-разному представляют ситуацию.

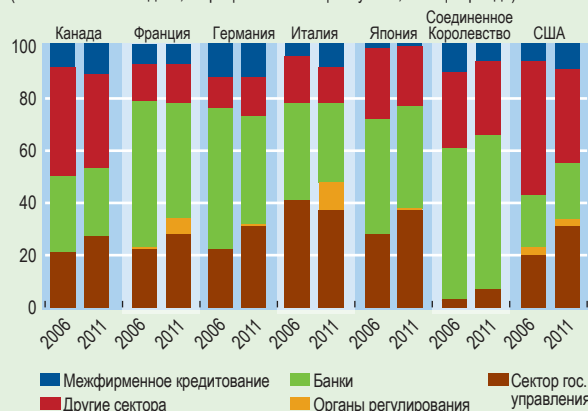
(В процентах ВВП, на конец 2011 года)



Примечание. Обязательства МИП включают обязательства по внешнему долгу и внешние обязательства в форме участия в капитале и производных финансовых инструментов. Коэффициенты МИП по Франции и США указаны за 2010 год.

Значительную часть составляет долг банков.

(Валовой внешний долг, в процентах от общей суммы, конец периода)



Чтобы оценить финансовую устойчивость страны, необходимо проанализировать ее международную инвестиционную позицию (МИП). Чистая МИП, разность между внешними активами и внешними обязательствами, показывает чистое заимствование у остального мира (или чистое кредитование остального мира). Соотношения совокупных внешних активов и обязательств в странах Группы семи дают существенно отличающуюся картину внешних позиций. В 2010 году Япония и Германия были чистыми кредиторами, а другие пять стран Группы семи были чистыми заемщиками.

Что касается структуры внешнего долга в 2011 году, в Германии, Соединенном Королевстве, Франции и Японии наибольшую долю составлял долг банков. В США и Канаде наибольшая доля приходилась на «другие сектора» (в основном небанковские финансовые корпорации и нефинансовые корпорации), за которыми следовал долг сектора государственного управления. В период с 2006 по 2011 год доля внешнего долга сектора государственного управления увеличилась в каждой из стран Группы семи кроме Италии. Это увеличение отчасти объяснялось финансовым кризисом, который привел к росту заимствований на социальные расходы и сокращению заимствования и расходов предприятий. Снижение этой доли в Италии было вызвано ростом заимствования органов денежно-кредитного регулирования страны по валютным своповым линиям, открытым с Европейским центральным банком для удовлетворения его потребностей в ликвидности.

Сведения о базе данных

Данные взяты из совместной базы данных МВФ и Всемирного банка по квартальной статистике внешнего долга (КСВД). База данных КСВД содержит подробные данные о валовом внешнем долге по 109 странам, из которых 67 присоединились к Специальному стандарту распространения данных. База данных КСВД имеется на веб-странице www.worldbank.org/qeds.

Подготовили Тамара Разин, Марсело Динензон и Мартин Макконага, Статистический департамент МВФ.

Могут ли страны с формирующимся рынком продолжать свой быстрый рост?

В чем причины проблем в зоне евро?

Можно ли что-то сделать, чтобы не дать долгу домашних хозяйств сдерживать экономическую активность?

Чем вызваны шоки цен на биржевые товары?

Как не сойти с пути к восстановлению роста

Каково правильное соотношение между стимулом и бюджетной консолидацией?

Будет ли долг продолжать расти?

Распространится ли кризис в зоне евро на другие регионы?

Насколько здоровы банки в мировом масштабе?

Как справиться с будущими издержками старения населения?

В изданиях МВФ «Перспективы развития мировой экономики», «Доклад по вопросам глобальной финансовой стабильности» и «Бюджетный вестник» рассматриваются наследие кризиса и пути обеспечения стабильности и роста.



Читайте эти важнейшие публикации МВФ на странице www.elibrary.imf.org/page/fdip

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

Финансы и развитие, Июнь 2012 года \$8.00



MFIRA2012002