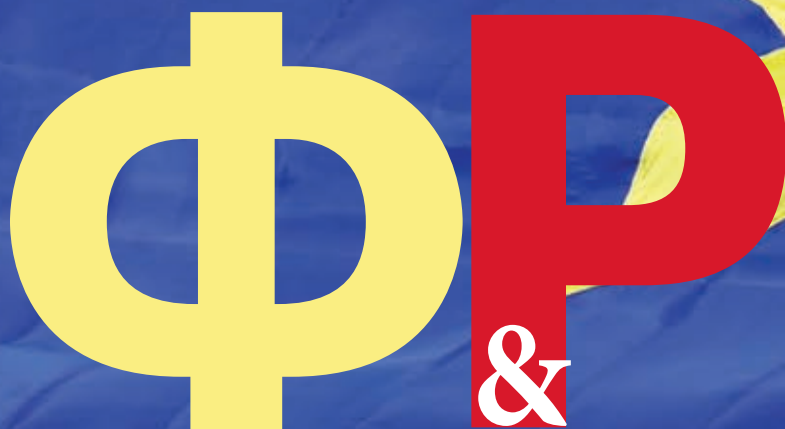




ФИНАНСЫ и РАЗВИТИЕ

Март 2014 года \$8,00

Старение населения делает политику
менее эффективной

Подготовка к стихийным бедствиям

Доллар продолжает быть
властелином

Союз Европы Шаг за шагом



ГЛАВНЫЙ РЕДАКТОР
Джеффри Хейден

РУКОВОДЯЩИЙ РЕДАКТОР
Марина Приморац

СТАРШИЕ РЕДАКТОРЫ

Халед Абдель-Кадер
Ита Бхат
Джеймс Роу
Саймон Уилсон

Ен Сун Кан
Жаклин Делорье
Натали Рамирес-Джумена

РЕДАКТОР ОНЛАЙНОВОГО ИЗДАНИЯ
Гленн Готтселиг

МЛАДШИЕ РЕДАКТОРЫ

Морин Берк
Лирика Гей

**СПЕЦИАЛИСТ ПО ПОДГОТОВКЕ
ПЕЧАТНОЙ И ВЕБ-ВЕРСИИ**
Лиджун Ли

МЕНЕДЖЕР ПО СОЦИАЛЬНЫМ МЕДИА
Сара Хаддад

СТАРШИЙ ПОМОЩНИК РЕДАКТОРА
Аиссата Сидибэ

ПОМОЩНИКИ РЕДАКТОРА
Роб Ньюман
Жимин Ю

РУКОВОДИТЕЛЬ ТВОРЧЕСКОЙ СЛУЖБЫ
Луиса Менхивар

ХУДОЖНИКИ-ОФОРМИТЕЛИ
Мишель Мартин
Кеннет Накагава
Кэтрин Чо

СОВЕТНИКИ РЕДАКТОРА
Бас Баккер
Хельге Бергер
Джеймс Гордон
Тим Каллен
Пол Кашин
Лора Кодрес
Альфредо Куэвас
Паоло Мауро
Жан-Мария Милези-Ферретти

Пол Милс
Мартин Мулейзен
Лора Папи
Ума Рамакришнан
Абдельхак Сенхаджи
Джанет Стотски
Доменико Фаницца
Томас Хелблинг
Адриен Чисти

ИЗДАНИЕ НА РУССКОМ ЯЗЫКЕ
подготовлено Службой переводов МВФ

РЕДАКТОР
Александра Акчурина

© 2014 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](http://www.copyright.com) (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 Dartmouth
Printing Company, Hanover, NH.

ОСНОВНЫЕ СТАТЬИ

СОЮЗ ЕВРОПЫ: ШАГ ЗА ШАГОМ

8 Путь Европы к интеграции

История дает хорошие предзнаменования для
европейской интеграции после кризиса
Реза Могадам

14 Куда движется евро?

Историки могут задаться вопросом, как вообще появился евро
Кевин Хортиш О'Рурк

17 Тектонические сдвиги

Создание банковского союза — долгосрочный
процесс, который радикально изменит финансовую
систему Европы
Николя Верон

20 Длинная тень над экономическим ростом

Главный приоритет в Европе сегодня — победить
безработицу и ускорить экономический рост
Хельге Бергер и Мартин Шиндлер

24 «Озеленение» Европы

Континент поставил перед собой далеко идущие цели по сокращению выбросов
углекислого газа
Ласло Варро

26 Держать мяч под контролем

Успехи европейского футбола можно частично объяснить
либерализацией на рынке игроков. Но чего следует ждать
в будущем?
Стефан Шимански

А ТАКЖЕ В ЭТОМ НОМЕРЕ

30 Шок зрелости

Старение в странах с развитой экономикой может
привести к снижению эффективности денежно-кредитной
политики
Патрик Имам

34 Доллар властвует — за неимением вариантов

После мирового финансового кризиса
международные валютные механизмы стали
объектом пристального внимания
Эсвар Прасад

40 Предвестники рецессии

Изменения цен на активы — надежные
предсказатели экономических спадов
*Джон К. Блудорн, Йорг Декрессин
и Марко Е. Терронес*

44 Противостояние человека и матери-природы

В борьбе со стихийными бедствиями дальновидная макроэкономическая
политика может помочь странам подготовиться к возможному потрясению
и смягчить его последствия
Николь Лафрамбуаз и Себастьян Ачеведо

48 Помощь и нефть

Растущее число вновь открытых месторождений нефти в странах с низкими
доходами может привести к уменьшению потребностей во внешней помощи
Рабах Ареци и Ритвик Банерджи

52 «Цепная» стоимость

Рост выпуска продукции, произведенной в нескольких странах, меняет подход
к созданию дохода и обеспечению экономического роста
Мишель Рута и Мика Сайто



Шаг за шагом

ИСТОРИЯ европейской интеграции начинается с угля и стали.

Принятое в 1951 году шестью европейскими странами решение объединить производство угля и стали под эгидой общего «высшего органа» — Европейского объединения угля и стали — положило начало европейской интеграции среди руин Второй мировой войны.

Предлагая создать объединение угля и стали в 1950 году, французский государственный деятель и политический мыслитель Роберт Шуман, мечтавший о континенте, объединенном политическими и экономическими связями, понимал, что единая Европа не возникнет в одночасье. Действия на «ограниченном, но решающем участке» (объединение производства угля и стали) проложили бы путь к усилению интеграции и, в конечном итоге, к прочному миру в Европе.

Это прекрасный пример проведения в жизнь долгосрочной стратегии шаг за шагом, вместо того чтобы браться за слишком много задач сразу.

План Шумана, на первых порах столь ограниченный и конкретный, дал начало огромному проекту. Сегодня Европа представляет собой тесно интегрированный регион с одними из самых высоких в мире уровней жизни. Состоящий из 28 членов Европейский союз, базирующийся на общих принципах политики и совместных институтах, выдержал много испытаний и перенес великие перемены — от падения Берлинской стены и последовавшей за этим новой волны членов ЕС до введения евро, которое сейчас используют 18 стран. За эти и другие достижения Европейскому союзу была присуждена Нобелевская премия мира 2012 года.

Это действительно поразительный прогресс, но, как наглядно показывают заголовки новостей за последние пять лет, путь Европы к более тесной интеграции далеко не завершен. Мировой финансовый кризис 2008 года обнажил линии разлома, выявив противоречия между членами ЕС и напряженность и проблемы в институциональной структуре и политике, над преодолением которых упорно работают политические лидеры Европы. Кризис нанес урон Европе, и хотя восстановление экономики, по-видимому, набирает обороты, все еще слишком много людей не имеют работы, что подчеркивает настоятельную необходимость в реформах на национальном и региональном уровне.

В этом номере *F&D* рассматривается продвижение Европы к экономической интеграции — ее силы сплочения и размежевания. Реза Могадам, возглавляющий европейское направление в МВФ, открывает выпуск кратким уроком истории и доказывает, что Европе требуется больше, а не меньше интеграции. Профессор Оксфордского университета Кевин О'Рурк выражает менее оптимистический взгляд, подвергая сомнению будущее евро. Эту часть номера завершают статьи о безработных в Европе, работе по созданию банковского союза, далеко идущих целях континента по развитию рынка энергии с низким содержанием углерода и, в дань любимому досугу континента, либерализации рынка игроков в европейских футбольных лигах.

Кроме того в этом номере мы представляем Лукрецию Райхлин, бывшего главного экономиста Европейского центрального банка и одного из основоположников экономического прогнозирования в режиме реального времени. Мы также анализируем последствия старения населения для денежно-кредитной политики в странах с развитой экономикой и то, как изменения цен активов могут помочь предсказать экономический спад. В других статьях рассматриваются проблемы макроэкономической политики и стихийных бедствий, и почему доллар едва ли скоро будет низвергнут со своего трона главной мировой резервной валюты.

Джеффри Хейден,
главный редактор

РУБРИКИ

2 Краткие сообщения

4 Люди в экономике

Царица цифр

Джереми Клифт представляет Лукрецию Райхлин, основоположника краткосрочного прогнозирования в режиме реального времени



42 Возвращение к основам

Что такое монетаризм?

Его акцент на значении денег получил признание в 1970-е годы

Сарват Джахан и Крис Панагеоргиу

54 Книжное обозрение

Uncharted: Big Data as a Lens on Human Culture, Erez Aiden and Jean-Baptiste Michel

GDP: A Brief but Affectionate History, Diane Coyle

Иллюстрации: стр. 13, Мишель Мартин/МВФ; стр. 34, Том Вуд/МВФ.

Фотографии: обложка, Богдан Кристел/Reuters/Corbis; стр. 2, Франсиско Бонилла/ Reuters/Corbis; Вольфганг Рунге/dpa/Corbis; стр. 3, Оуен Франкен/Corbis; Стив Раймер/National Geographic Society/Corbis; стр. 4, Джош Лустиг/ Panos Pictures; стр. 8, Джошуа Роберт/МВФ; стр. 9, U.S. Army via CNP/Newscom; Hulton-Deutsch Collection/Corbis; Бетман/Corbis; AFP/Getty Images, Time & Life Pictures/Getty Images; стр. 10, iStockphoto; Gamma Keystone via Getty Images; Перис Босси/Sygma/Corbis; Wavebreak Media/Newscom; Ingram Publishing/Newscom; стр. 11, U. Baumgarten via Getty Images; стр. 14–15, Cristian Als/Panos Pictures; стр. 17, Кэл Пфафенбах/Reuters/Corbis; стр. 20, Эрик Геллар/Reuters/Corbis; стр. 23, Юпрос Карахалис/Reuters/Corbis; стр. 24, Cultura RM/Mischa Keijser/Getty Images; стр. 27, Джонатан Накстранд/AFP/Getty Images/Newscom; стр. 31, Марко Булларелли/Gamma-Rapho via Getty Images; стр. 40, Иссей Като/Reuters/Corbis; стр. 42, Тору Ханан/Reuters/Corbis; стр. 44, Орландо Барриа/ EPA/Newscom; стр. 48, Peter & Georgina Bowater Stock Connections Worldwide/Newscom; стр. 52, Элейн Томпсон/AP/Corbis; стр. 56–57, Майкл Спилотро/МВФ.

Читайте журнал онлайн: www.imf.org/fandd

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

Накормить 9 миллиардов к 2050 году

Мировое сельскохозяйственное производство должно переключиться на более устойчивые модели, в том числе больше учитывать полезность экосистем и меньше растрчивать продукты, с тем чтобы накормить быстро растущее население мира к 2050 году, — заявляет Исполнительный директор Программы ООН по окружающей среде (ЮНЕП) и заместитель Генерального секретаря ООН Ахим Штайнер.

Выступая на Глобальном форуме по продовольствию и сельскому хозяйству, организованном ЮНЕП, Штайнер подчеркнул, что к 2050 году планете Земля потребуется накормить примерно 9 млрд людей, пользуясь тем же количеством земли, воды и природных ресурсов, которые она сейчас имеет.

Для того чтобы прирост сельскохозяйственного производства был устойчивым, — добавил он, — человечество должно сократить свои огромные потери и растраты продовольствия, как изложено в исследовании ЮНЕП «Растраты и потери продовольствия: повышение продовольственной безопасности путем восстановления экосистем и сокращения потерь продуктов (*Food Wasted, Food Lost: Improving Food Security by Restoring Ecosystems and Reducing Food Loss*)», которое вскоре будет опубликовано.

Время больших перемен

Для обеспечения мировой продовольственной безопасности и сохранения прибрежных и островных стран необходимы серьезные изменения в методах управления морскими ресурсами планеты и их использования, — заявил Генеральный директор Продовольственной и сельскохозяйственной организации ООН (ФАО) Жозе Грациану да Силва на недавнем Саммите по голубой экономике.

Сейчас настало время всерьез заняться борьбой с серьезными

угрозами здоровью океанов, такими как загрязнение, чрезмерный вылов рыбы, меняющаяся погода и растущий уровень моря в результате изменения климата, — утверждает он.

В среднем почти 17 процентов белка животного происхождения, потребляемого в мире, поступает от рыболовства и аквакультуры, и во мно-

гих малых островных развивающихся странах эта цифра намного выше. В то же время средства к существованию 12 процентов населения мира зависят от рыболовного хозяйства и аквакультуры, в основном в развивающихся странах.

Но по оценкам, 30 процентов мировых рыбных запасов подвергаются чрезмерной эксплуатации, истощены или восстанавливаются после истощения, при этом экономические потери морского рыболовства от плохого управления, неэффективности и чрезмерного вылова рыбы составляют в общей сложности до 50 млрд долл. в год, показывают исследования ФАО.

Сейчас изменение климата создает новые проблемы, меняя распределение и продуктивность морских и пресноводных видов, воздействуя на биологические процессы и меняя сети питания.

В ответ на такие перемены ФАО выступает с Инициативой голубого роста, которая будет служить катализатором разработки политики, инвестиций и инноваций для содействия устойчивому управлению водными ресурсами.



Предприятие по утилизации овощей в Нихаре, Испания.

Потери продовольствия происходят в основном на стадиях производства в ходе сбора урожая, переработки и распределения, тогда как растрата продуктов обычно возникает на этапах розничной торговли и потребления в цепи снабжения продуктами питания. В промышленно развитых регионах транжирируется почти половина всего продовольствия, поскольку производители, розничная торговля и потребители выбрасывают продукты, которые еще годны для потребления.

Количество растрченных продуктов превышает совокупное чистое производство продовольствия в странах Африки к югу от Сахары и могло бы накормить всех голодных в сегодняшнем мире, которых, по оценкам, насчитывается 870 млн человек.

Нет оснований для самоуспокоенности

Глобальные меры по борьбе с малярией и ее ликвидации добились, по оценкам, с 2000 года 3,3 млн жизней, уменьшив смертность от малярии на 45 процентов в мировом масштабе и на 49 процентов в Африке, согласно «Всемирному докладу о малярии 2013 года» (*the World Malaria Report 2013*), опубликованному Всемирной организацией здравоохранения (ВОЗ).

Усиленные меры по профилактике и борьбе с этим заболеванием проявляются в последовательном снижении смертности и заболеваемости с 2000 года по 2012 год, несмотря на увеличение численности населения, подверженного риску малярии. Большая политическая приверженность и увеличение финансирования сыграли важнейшую роль.

Большинство из 3,3 млн жизней, спасенных в период с 2000 года по 2012 год, насчитывают десять стран, которые несут на себе наибольшее бремя малярии, и включают детей до 5 лет, группу, в наибольшей степени затронутую этой болезнью. Но необходимо делать больше.

«Этот замечательный успех не является основанием для самоуспокоенности: абсолютные показатели числа заболеваний малярией и летальных исходов не снижаются так быстро, как могли бы, — заявляет Генеральный директор ВОЗ д-р Маргарет Чен. — Тот факт, что столь многие люди заражаются и умирают от укусов комаров, является одной из величайших трагедий XXI века».

События в 2014 году

27–30 марта, Коста-ду-Сауипе, Баия, Бразилия

Ежегодное совещание Межамериканского банка развития

11–13 апреля, Вашингтон, округ Колумбия

Весенние совещания Всемирного банка и МВФ

2–5 мая, Астана, Казахстан

Ежегодное совещание Азиатского банка развития

14–15 мая, Варшава, Польша

Ежегодное совещание Европейского банка реконструкции и развития

16–17 мая, Женева, Швейцария

Форум по вопросам здоровья в Африке

4–5 июня, Сочи, Россия

Саммит Группы восьми

Новый инструмент для совершенствования образования

Группа Всемирного банка ввела в действие новую открытую систему данных, которая обеспечивает глубокие, сопоставимые и легкодоступные данные о политике в области образования в разных странах мира.

Веб-инструмент SABER («Системный подход к улучшению результатов образования») помогает странам собирать и анализировать информацию об их политике в области образования, сравнивать свои результаты с контрольными показателями других стран, выбирать приоритетные сферы для реформы в целях обеспечения получения всей молодежью школьного образования и знаний.

«Образование — один из важнейших факторов прекращения крайней бедности и повышения общего благосостояния. Но гарантия базового образования мало что значит, если занятия в школе не ведут к получению знаний всеми детьми и всей молодежью», — заявила Элизабет Кинг, исполняющая обязанности вице-президента Всемирного банка по развитию человеческого потенциала и директора по вопросам образования.

Несмотря на существенные успехи в охвате детей школьным образованием в последние десятилетия, уровни полученных знаний остаются тревожно низкими. В странах с низкими



Школьницы в Котону, Бенин.

доходами многие молодые люди завершают базовое образование, не приобретая основных навыков чтения, письма и арифметики. Даже в странах со средним уровнем доходов многие школьники не получают базовых навыков, которых от них ожидают работодатели и которые необходимы для получения работы. Сегодня, согласно оценкам, 250 млн детей в мире не могут читать и писать даже после того, как они провели в школе три года или более.

Всемирный банк с помощью SABER проанализировал к настоящему времени больше 100 стран. Он планирует использовать эти данные, с тем чтобы помочь странам увязать реализацию политики с повышением успеваемости школьников и обеспечить достижения намеченных результатов программ образования.

«Умный» транспорт

Улучшение стратегий городского транспорта может принести Индии множество преимуществ: от снижения выбросов углекислого газа до формирования более мобильного и охватывающего более широкие слои общества, — говорится в новом докладе.

Согласно документу «*Наборы инструментов для городского развития: комплексные планы мобильности*» (*Toolkits for Urban Development: Comprehensive Mobility Plans*), целью стратегий мобильности (которые включают более эффективный дорожный транспорт, улучшенные системы общественного транспорта и немоторизованный транспорт) должно быть безопасное, надежное и эффективное сообщение, которые повышает экономическую, социальную и экологическую устойчивость.

С 2008 года изменения в политическом ландшафте Индии привели к большему акценту на изменении климата. С учетом того, что рост за последние два десятилетия привел к увеличению пропасти между богатыми и бедными, все большее внимание уделяется также всеобъемлющему развитию.

В докладе рекомендуется, чтобы города разработали масштабные, четкие и осуществимые планы мобильности, то есть долгосрочные программы для желаемой доступности и модели мобильности для людей и грузов. Доклад, опубликованный Министерством городского развития Индии вместе с Институтом городского транспорта, ЮНЕП и другими организациями, развивает тематику аналогичного доклада, выпущенного в 2008 году.



Такси и трамваи на загроможденных дорогах в Калькутте, Индия.

Молодежи Африки необходимо повышение квалификации

Повышение возможностей для заработка среди растущего молодого населения Африки является одной из важнейших приоритетных задач региона, которая потребует решительных действий по многим направлениям, как отмечается в новом докладе Всемирного банка «*Занятость молодежи в странах Африки к югу от Сахары*» (*Youth Employment in Sub-Saharan Africa*).

В условиях, когда молодежь сейчас составляет наибольшую долю населения в большинстве стран Африки, как никогда остро стоит необходимость создания условий для увеличения возможностей производительной занятости, отмечается в докладе. Это справедливо независимо от вида работы, которой занята молодежь, — в быстро растущем современном секторе наемного труда, на предприятиях домашних хозяйств или миллионах мелких семейных ферм.

«Всем молодым людям необходимо приобрести базовые навыки чтения, письма и арифметики, без которых их возможности заработка остаются низкими», — заявил Деон Филмер, один из авторов доклада и ведущий экономист в Группе Всемирного банка по изучению вопросов развития и по региону Африки. «Им также необходим доступ к земле, финансированию и подготовке, все эти факторы играют важную роль в улучшении их перспектив».

Меры государственной политики должны содействовать накоплению человеческого капитала и улучшать деловую среду, с тем чтобы частный сектор мог использовать возможности, возникающие в связи с неизбежными изменениями в конкурентоспособности других регионов. В докладе подчеркивается, что производительность должна повыситься в сельском хозяйстве, на предприятиях домашних хозяйств и в современном секторе наемного труда, с тем чтобы вся молодежь увидела более благоприятные перспективы.

При использовании надлежащего сочетания мер политики положение Африки как «самого молодого» региона в мире, в отличие от большинства других регионов, где население быстро стареет, может привести к повышению благосостояния на уровне домашних хозяйств и в важных экономических достижениях для стран Африки.

Джереми Клифт представляет
Лукрецию Райхлин, осново-
положника краткосрочного
прогнозирования в режиме
реального времени



ЦАРИЦА цифр

ТЕМПЫ роста в зоне евро, возможно, восстанавливаются, но риски отнюдь не миновали, и регион все еще ожидает непростой период, считает Лукреция Райхлин, профессор Лондонской школы бизнеса, которая была первой женщиной, возглавившей исследовательский департамент в Европейском центральном банке (ЕЦБ).

«Думаю, мы еще не преодолели кризис, и пройдет немало времени, прежде чем мы выйдем на прямую дорогу, — говорит Райхлин, эксперт по анализу циклов деловой активности. — С формальной точки зрения происходит восстановление, поскольку темпы роста ВВП положительны, но это не значит, что риски для Европы остались позади», — говорит она. Мы беседуем в ее тесном офисе с видом на лондонский Риджентс-парк.

Райхлин была одним из основоположников краткосрочного экономического прогнози-

рования в режиме реального времени, которое использует большие объемы данных, и ее знания и опыт охватывают как коммерческую, так и научную сферу. Она возглавляет кафедру экономики в Лондонской школе бизнеса, а также является членом совета директоров UniCredit, итальянского коммерческого банка, активно работающего в Центральной и Восточной Европе; ранее она была директором исследовательского департамента ЕЦБ (когда его президентом был Жан-Клод Трише) и консультантом Совета Федеральной резервной системы США.

В гуще событий

«Будучи членом совета коммерческого банка, вы являетесь непосредственным очевидцем проблем европейского банковского сектора», — говорит Райхлин; она живет со своей дочерью в северной части Лондона, но регулярно посещает Италию.

По ее мнению, создание банковского союза и внедрение планового процесса реорганизации или ликвидации несостоятельных банков являются крайне важными последующими шагами к более стабильной зоне евро. Итоги выборов в Европейский парламент в мае 2014 года могут иметь критическое значение для дальнейшего развития базовой финансовой архитектуры ЕС.

Банковский союз обеспечит внедрение общих правил и защитных мер в зоне евро, насчитывающей 18 государств-членов, путем создания общего механизма надзора в ведении ЕЦБ, единого механизма окончательного урегулирования для экстренной помощи проблемным банкам или их ликвидации, а также общей системы гарантирования депозитов (см. «Тектонические сдвиги» в этом выпуске *Ф&Р*). Европейский союз предпринял некоторые шаги в правильном направлении, но, по словам Райхлин, нужно сделать больше, чтобы выработать стабильную общую денежно-кредитную политику для мира с интегрированными финансовыми рынками.

Райхлин родилась в Италии и говорит о своей стране с энтузиазмом и сопереживанием. Она изучала экономику в Университете Модены, города, известного в мире как «столица суперкаров» из-за его близости к штаб-квартирам Ferrari, Maserati, Lamborghini и Pagani. Из Италии она поехала учиться в докторантуре Нью-Йоркского университета и затем в течение 10 лет преподавала в Брюссельском свободном университете, где совместно с коллегами разрабатывала эконометрические модели для работы с большими массивами данных, положив начало исследованиям *динамических факторных моделей*, которые теперь широко используются во всем мире в прикладной макроэкономике.

В 2002 году она посетила ФРС по просьбе Бена Бернанке, в то время управляющего (который четыре года спустя стал председателем), чтобы оценить возможность адаптации этих методов для разработки модели краткосрочного прогнозирования в центральных банках. Теперь эта модель принята на вооружение многими организациями по всему миру и служит основой деятельности компании Now-Casting Economics Ltd., соучредителем которой она стала десять лет спустя. В настоящее время Now-Casting применяет модель, которую она разработала вместе с Доменико Джанноне, ее бывшим студентом в докторантуре, для прогнозирования в реальном времени роста ВВП в текущем квартале в ведущих странах.

Радикальные корни

Биография Райхлин и ее семьи тесно связана с историей Европы после Второй мировой войны. Ее прапрадед и прапрабабушка, швейцарцы, переехали в южную Италию из Швейцарии в XIX веке; семья ее матери имеет еврейское происхождение и жила в Триесте, который до Первой мировой войны был частью Австро-венгерской империи. Райхлин родилась и выросла в Риме, в семье радикальных мыслителей и политических активистов.

Ее мать, Лусиана Кастеллина, известная итальянская интеллектуалка и коммунистка, которая позже стала членом Европейского парламента, в детстве играла в теннис с дочерью фашистского диктатора Бенито Муссолини. Отец, Альфредо Райхлин, во время войны был членом итальянского движения сопротивления и в 1946 году вступил в Коммунистическую партию, став одним из ее лидеров и теньвым «министром экономики». Брат Пьетро, тоже экономист, преподает в университете в Риме.

«К нам домой приходили самые разные люди: легендарные коммунистические вожди, например, Пальмиро Тольятти; интеллектуалы, которые, как мои родители, избрали путь активных политических действий; антиправительственно настроенные люди из всех слоев общества; «попутчики» из других

стран», — говорит Райхлин, которая еще девочкой распространяла с матерью политические листовки.

Райхлин очень хорошо представляет, как история повлияла на жизнь разных поколений. Она сравнивает свою юность с юными годами своей матери в личном вступлении к книге воспоминаний Кастеллины о ее периоде взросления, которая будет опубликована на английском языке издательством Verso Books под названием *Discovery of the World: A Political Awakening in the Shadow of Mussolini* (Открытие мира: политическое пробуждение в тени правления Муссолини) и рассказывает о бурном периоде с 1943 по 1947 год.

«Мы называли ее принцессой, но только не в ее присутствии!»

«Мы — дети “беби-бума”, — пишет она, — общества изобилия, массового образования, легализации разводов и аборт, новых возможностей для женщин, но мы также испытали разочарования». Ее мать, помогавшая основать коммунистическую газету *Il Manifesto* в 1969 году, была исключена из итальянской коммунистической партии за критику советского вторжения в Чехословакию.

«Я, несомненно, очень симпатизировала левому движению, но не Коммунистической партии. Но потом, в конце 70-х годов, ситуация в Италии стала очень трудной, и моя жизнь приняла другой оборот».

Райхлин уехала из Италии в период протестов и терроризма, после похищения и убийства Красными бригадами в 1978 году бывшего премьер-министра Италии от центристско-левой коалиции Альдо Моро. По ее словам, она чувствовала, что в то время ее потенциал не находил выхода в Италии, и ей нужно было уехать.

Она считает, что экономический кризис породил отчужденное поколение в Европе, где очень высок уровень молодежной безработицы (например, в Испании более 50 процентов). Райхлин не только скептически оценивает перспективы дальнейшей европейской экономической интеграции, но и говорит, что кризис имеет пагубные политические последствия ввиду усиления сеющих разрыв политическими партиями и недовольства поколения безработной молодежи.

Сегодня опасность представляет не новый подъем фашизма, а политическая нестабильность и усиливающееся недоверие к политическому процессу, говорит она. «Люди уже не обращаются к своим политическим представителям; они не верят в демократический процесс. Существует вакуум демократии, поскольку очень много людей остается за рамками этого процесса.

«Люди испытывают глубокую отчужденность».

Освоение «больших данных»

В отличие от своих родителей Райхлин нашла прибежище в цифрах, а не идеологии. «Я изучала экономику и эконометрику, потому что хотела освоить более специализированные технические инструменты для анализа прогресса; по-видимому, в какой-то мере это было реакцией на позицию моих родителей; кроме того, в Италии в то время мы много занимались изучением трудов Маркса и новой кембриджской школы, мне это несколько надоело, и я решила перебраться в США и заинтересовалась эконометрикой».

Эконометрика находится на пересечении экономики, математики и статистики. Она применяет статистические и математические методы для испытания и количественного определения

Что такое наукастинг?

Наукастинг используется как в экономике, так и в метеорологии для описания условий в настоящее время и в самом ближайшем будущем. Этот термин, образованный путем соединения английских слов «now» (сейчас) и «forecasting» (прогнозирование), в экономике означает использование данных в реальном времени для отражения актуальной и постоянно обновляемой картины экономики.

Экономисты обычно могут отслеживать экономические данные лишь с временным лагом. Поэтому им просто необходимо прогнозировать настоящее и даже ближайшее прошлое. Специалисты по наукастингу разработали статистическую модель, способную обрабатывать большие объемы данных без необходимости неформальных суждений. Эта модель использует информацию из большого числа рядов данных с различной частотностью и с разными лагами публикации (Giannone, Reichlin, and Small, 2008).

Предполагается, что сигналы об изменениях ВВП можно вывести из крупных и разнообразных источников информации (таких как показатели безработицы, промышленные заказы, торговый баланс) до публикации самого ВВП. В наукастинге эти данные используются для расчета последовательностей оценок ВВП за текущий квартал относительно поступления выпускаемых данных в реальном времени.

экономических теорий и решений экономических задач (см. «Что такое эконометрика?» в декабрьском выпуске *Ф&Р* 2011 года). Она часто подразделяется на две основные категории: теоретическая и прикладная.

«Я в основном занималась техническими аспектами экономики, и меня интересовала разработка методов для работы с большими массивами данных. Это было сложной аналитической задачей, но меня особенно интересовали возможности практического применения. Бен Бернанке пригласил меня в ФРС, когда был членом Совета, чтобы попытаться решить практическую проблему, с которой сталкивается этот центральный банк: каждый день на вас обрушивается лавина данных, и необходимо активно анализировать этот ежедневный поток и пропускать его через модель».

Работая в Европе, в *Центре исследований экономической политики* в Лондоне и в сотрудничестве с Банком Италии, она разработала индекс европейской экономической активности, получивший название *EuroCOIN*, который до сих пор регулярно публикуется для отражения общей экономической ситуации в зоне евро. Он был разработан в первые годы существования евро и был первым индексом совокупной экономической активности в этой валютной зоне.

Райхлин основала *Сеть исследований циклов деловой активности в зоне евро*, способствующую установлению связей между исследователями в центральных банках и в академических учреждениях, и была первым председателем Комиссии по определению дат циклов деловой активности для зоны евро. Эта комиссия ведет хронологический учет циклов деловой активности в зоне евро путем определения периодов рецессии и экспансии в 11 первоначальных членах с 1970 по 1998 год и в зоне евро в целом с 1999 года.

«Эта работа позволила мне ближе познакомиться с миром центральных банков, что привело к моей последующей работе в ЕЦБ и пробудило во мне интерес к денежно-кредитной политике», — говорит она. Она проработала там четыре года, а в 2008 году перешла в Лондонскую школу бизнеса.

Райхлин активно поддерживает развитие экономических исследований, посвященных Европе. Во время работы в Брюсселе она помогла создать и возглавила одну из ведущих докторантур

Методы наукастинга на основе сообщений в социальных сетях (например, Твиттере) были разработаны для оценки таких факторов, как «настроение» населения или наличие эпидемии гриппа.

Райхлин стала соучредителем компании *Now-Casting Economics Ltd.* с целью использования этих методов.

«Все вводится в машину — например, доклад о показателях занятости. И когда в итоге выходит доклад правительства, определяется ошибка, то есть разница между опубликованными цифрами и нашими предположениями. Это расхождение сказывается на нашем прогнозе по методу наукастинга относительно ВВП или любого другого показателя. Когда я работала в Европейском центральном банке, мы проводили брифинги для президента, и он спрашивал: “Хорошо, сегодняшний фактический уровень производства пересмотрен в сторону повышения, но что это означает?” — и машина отвечает на этот вопрос, так что по любой опубликованной нами цифре мы можем сказать, как она влияет на все остальное.

Это комплексная система интерпретации данных, и важно ответить на вопрос: “Может ли машина заменить человеческое суждение?”. Наш анализ показывает, что в среднем по результатам она не уступает человеческому суждению».

при Европейском центре передовых исследований в области экономики и статистики.

Соединение исследований и политики

Джанноне, работавший с Райхлин как над моделью краткосрочного прогнозирования *Now-Casting* (см. вставку), так и над ее исследованием по нестандартным мерам денежно-кредитной политики в зоне евро, говорит, что ее главным наследием в ЕЦБ были усилия по приближению «исследований к политике».

«Более конкретно, она оказала существенное влияние на дискуссию о роли денег в денежно-кредитной политике ЕЦБ», — говорит он (см. Fischer et al., 2007; Lenza, Pill, and Reichlin, 2010). Она также усовершенствовала прогнозную деятельность банка в периоды кризиса.

Франк Сметс, который сменил Райхлин на ее прежней должности в ЕЦБ и теперь является советником президента ЕЦБ, говорит, что ее работа в этой организации привела к усилению акцента на эмпирических аспектах, согласно (перефразированному) изречению «стилизованный факт или картинка стоит тысячи слов».

Она поддерживала «более широкое применение самых передовых исследований в дискуссиях по вопросам политики», — говорит экономист ЕЦБ Микеле Ленца, отмечая ее работу над динамическими факторными моделями для использования больших массивов данных с множественными переменными как, вероятно, ее наиболее долговечный вклад в экономику (Forni et al., 2000, 2009).

Совместно с Джанноне, ее бывшим профессором в Модене Марко Липпи, Марио Форни и Марком Халлином она участвовала в группе, которая в 1990-х годах и начале 2000-х годов занималась разработкой динамических факторных моделей, применяемых в анализе политики и прогнозировании. Схожие идеи одновременно разрабатывались в США Джеймсом Стоком и Марком Уотсоном. Райхлин и Уотсон представили эту работу на Всемирном конгрессе эконометрического общества в 2000 году.

Липпи говорит, что Райхлин привносит в работу научно-го коллектива «колоссальное чувство энергии и целеустремленности», стремление связать теорию и реальный мир. «Когда

модель данных не работала, Райхлин старалась вернуть нам ощущение реальности, не стесняясь называть вещи своими именами».

Липпи, будучи итальянцем, прибегает к метафоре из области автогонок. «Мне кажется, что иногда люди более технического склада среди нас чувствовали себя так же, как технические специалисты в команде чемпиона мира Себастьяна Феттеля после неудачного дня».

«Мы называли ее принцессой, — говорит Липпи, имея в виду ее несколько властный характер, — но только не в ее присутствии!»

Существенный прогресс

Ее радует прогресс, которого добились женщины в ее области работы. «Это очень интересное время для женщин в экономике», — говорит Райхлин с улыбкой.

«В прошлом я нередко была единственной женщиной среди присутствовавших на совещаниях. Но как все меняется: Джанет Йеллен в ФРС США, Кристин Лагард в МВФ, новый управляющий Банка России Эльвира Набиуллина, управляющий Центральным банком Южной Африки Джилл Маркус и, конечно, Зети Ахтар Азиз в Малайзии, которая занимает этот пост с 2000 года.

«И ситуация, возможно, будет развиваться по нарастающей, ведь если уже имеется некоторая база, значит, культурный барьер сломлен, и кроме того можно надеяться, что женщины будут помогать друг другу в плане правил игры, установления контактов и большей готовности выдвигать свою кандидатуру на ведущие должности. Но проблемы еще не решены, и, например, в моей стране я все еще вижу много предрассудков в отношении к женщинам».

Европа

Райхлин, которая пишет книгу о результатах деятельности ЕЦБ во время экономического кризиса, высоко оценивает принятые им меры по преодолению кризиса, несмотря на отсутствие бюджетной интеграции и общего европейского механизма банковского надзора или урегулирования:

«Я считаю, что он прекрасно справился со своей задачей. В разгар бури ЕЦБ, по существу, спас финансовую систему от полного краха. Очень впечатляет то, как в 2008 году ЕЦБ смог сформировать пакет мер по обеспечению ликвидности, которые сыграли решающую роль в предотвращении полномасштабного банковского кризиса.

Конечно, тот факт, что создание архитектуры не было завершено и что банки не имели достаточного капитала, а также то, что проблемы суверенных заемщиков сохранялись и после восстановления экономики в 2009 году, означает, что центральный банк оказался в ситуации, которая была по своей сути нестабильной в гораздо большей степени, чем в США, Соединенном Королевстве или даже Японии.

В этой ситуации, я полагаю, были допущены ошибки, но прежде чем дать окончательную оценку, нужно представить, что значит управлять центральным банком без бюджетной поддержки, без функции кредитора последней инстанции, без необходимых инструментов для преодоления банковского кризиса. Думаю, что мы постепенно движемся к цели, но, боюсь, эта дорога будет очень тернистой».

Почему банковский сектор имеет ключевое значение

На вопрос, что еще остается сделать, она отвечает, что первоочередной задачей должно быть создание банковского союза.

«Это крайне сложный проект, когда внезапно бремя ответственности за банковский надзор возлагается на ЕЦБ, что требует от этой организации огромной работы. При этом неясно, каков будет механизм — как будет осуществляться

урегулирование в случае изменения параметров банковской деятельности или недостатка капитала и так далее.

В Европе банки намного больше суверенных структур, поскольку, в условиях финансовой интеграции, одним из результатов централизованного рынка было создание трансграничных банков. Это отличается от ситуации в США, где банки меньше соответствующих суверенных структур.

Поэтому если у одного из этих [европейских] банков возникают проблемы, их решение не может ограничиваться одной страной. И организовать эту работу очень сложно, поскольку она имеет последствия для бюджета, а у нас нет соответствующих бюджетных инструментов. Так что мы, по существу, опробуем программу, при которой центральный банк является частным органом регулирования, но не располагает бюджетным механизмом. Это непростая задача.

Теперь у нас есть общий механизм надзора, но еще не вполне ясно, как он будет работать. На данном этапе я не испытываю особого оптимизма. В случае отсутствия прогресса на [майских] выборах будет трудно продолжать европейский проект общей денежно-кредитной политики», — считает Райхлин, которая регулярно пишет статьи для итальянской газеты *Il Corriere Della Sera*.

Надвигающиеся проблемы

На вопрос о возможных новых кризисах она отвечает, что потенциальную проблему представляет теневая банковская система — небанковские финансовые организации, которые функционируют как банки, но не охвачены регулированием.

«То здесь, то там в финансовой системе возникают риски, и нужно понимать, что эти риски в той или иной форме будут присутствовать всегда. Так что нужно быть настороже».

Необходимо сокращать высокий государственный долг, но делать это следует по возможности постепенно, считает она, чтобы свести к минимуму негативное краткосрочное воздействие на рост. «Я не большой сторонник политики жесткой экономии».

Европейский кризис — это кризис задолженности, говорит она. Одним из его долговременных последствий будут постоянно более низкие темпы роста ВВП. «Это означает, что мы, возможно, будем иметь рост, но с очень низкими темпами».

Какими бы ни были темпы роста, она будет его отслеживать — в реальном времени. ■

Джереми Клифт — руководитель службы публикаций МВФ.

Литература:

Fischer, Björn, Michele Lenza, Huw Pill, and Lucrezia Reichlin, 2007, "Money and Monetary Policy: the ECB Experience 1999–2006," in *Conference Volume of the 4th European Central Bank Conference, The Role of Money: Money and Monetary Policy in the Twenty-first Century (Frankfurt)*.

Forni, Mario, Domenico Giannone, Marco Lippi, and Lucrezia Reichlin, 2009, "Opening The Black Box: Structural Factor Models with Large Cross Sections," *Econometric Theory*, Vol. 25, No. 5, pp. 1319–47.

Forni, Mario, Marc Hallin, Marco Lippi, and Lucrezia Reichlin, 2000, "The Generalised Dynamic Factor Model: Identification and Estimation," *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 82, No. 4, pp. 540–54.

Giannone, Domenico, Lucrezia Reichlin, and David Small, 2008. "Nowcasting: The Real-Time Informational Content of Macroeconomic Data," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 55, No. 4, pp. 665–76.

Lenza, Michele, Huw Pill, and Lucrezia Reichlin, 2010, "Monetary Policy in Exceptional Times," *ECB Working Paper No. 1253 (Frankfurt: European Central Bank)*.

Путь Европы к ИНТЕГРАЦИИ

Реза Могадам

История указывает на интеграцию как на средство преодоления глубокого кризиса

ТРЕВОЖНЫЕ заголовки о состоянии Европы стали в последние годы вездесущими, даже несмотря на то что последние перспективы выглядят несколько лучше. Рынки и средства массовой информации выражают свои сомнения в способности Европы справиться с мощным финансовым потрясением и экономическим спадом, даже поднимая вопросы о жизнеспособности евро.

Насколько бы глубок ни был кризис (а он нанес чрезвычайно большой ущерб, причем не в последнюю очередь многим людям, оставшимся без работы), он не должен затмевать собой того факта, что Европа является тесно интегрированным регионом с одним из самых высоких уровней жизни в мире. А то, что такого результата удалось добиться после двух опустошительных мировых войн и разделения континента на противостоящие восток и запад в течение большей части XX века, делает его тем более замечательным.

За последние 25 лет Европа пережила несколько принципиальных толчков в сторону интеграции: падение Берлинской стены в 1989 году, волна присоединения центральноевропейских стран к Европейскому союзу в 2004 году и начало введения евро в 1999 году. Текущий кризис делает особенно актуальным рассмотрение пройденного на сегодняшний момент Европой пути к интеграции и ее дальнейших перспектив.

В то время как Европа намного больше по размеру и по населению, чем только Европейский союз, Союз находился в центре процесса европейской интеграции, объединяя страны, которые когда-то противостояли друг другу, и распространяя положительное влияние далеко за свои пределы. Он выступает важнейшим партнером по торговле и инвестициям для всей Европы, а также является мощ-

ным катализатором фундаментальных реформ в сфере экономики и управления во многих вступающих в него и претендующих на вступление странах.

Последние несколько лет были непросты, и нет сомнений, что и в дальнейшем будут возникать определенные затруднения. Кризис вскрыл недостатки в региональной архитектуре и национальной политике, одновременно уменьшив политическую поддержку сближения связей. Однако интеграция до настоящего времени приносила Европе значительные выгоды и продолжает служить ориентиром на будущее.

Сложные истоки

Более шестидесяти лет назад шесть стран Западной Европы (Бельгия, Западная Германия, Италия, Люксембург, Нидерланды и Франция) приняли решение сделать дополнительный шаг в сторону сотрудничества. Идеей отцов-основателей ЕС, резюмированной в Декларации Шумана 1950 года, было настолько тесное объединение экономики их стран (включая поднимавшуюся на ноги экономику Западной Германии), чтобы война стала невозможной.

«Европу не получится создать в один момент или на основании одного-единственного плана. Она будет строиться на основе конкретных достижений, с которых начнется построение фактической солидарности».

— Робер Шуман

История Европейского союза была историей больших и малых шагов в сторону все более тесной интеграции. На начальном этапе лидеры стран приняли решение об объединении своих ключевых отраслей промышленности военных и послевоенных лет: угольной и сталелитейной. Были снижены таможенные тарифы, сокращены субсидии и упразднены национальные кар-



тели. Но, в отличие от других форм зарождавшегося послевоенного экономического сотрудничества, определяющим элементом европейской интеграции стало создание наднациональных организаций. С годами эти организации эволюционировали в исполнительные, законодательные и судебные ветви власти европейского проекта. Устойчивость во времени и продолжающееся укрепление этих организаций свидетельствуют о мощи и успехе этого проекта. Важнейшей вехой стало первое прямое европейское голосование в 1979 году, вследствие которого возник орган законодательной власти, Европейский парламент.

С географической точки зрения Европейский союз также проходил через различные стадии расширения. В 1973 году к объединению, которое на то время было Европейским сообществом, присоединились Дания, Ирландия и Соединенное Королевство. В 1970-е годы в Греции, Испании и Португалии произошли глубокие социально-политические преобразования со свержением военных режимов и диктатур. Будучи вдохновлены процветанием и стабильностью в Европейском сообществе, всего через десять лет эти страны уже присоединились к европейскому проекту, благодаря чему укрепился их формирующий демократический строй. Страны получали огромные выгоды от свободы торговли и общей политики, в частности, за счет структурных фондов, созданных для содействия конвергенции путем финансирования инвестиций в инфраструктуру и в производство в более бедных регионах.

Переход от коммунистического режима

Наиболее значимым эпизодом в послевоенной политической и экономической интеграции Европы является падение экономических систем с централизованным планированием в конце 1980-х годов. Падение Берлинской стены стало определяющим моментом длительного и многоликого процесса либерализации. Более 20 стран отошли от коммунистического режима, чтобы занять свое место в демократической Европе, создав самые большие возможности и самые сложные для разрешения проблемы в ходе европейской интеграции за все послевоенное время.

Во всех случаях начальной непростой задачей переходного периода была стабилизация. Крах традиционных торговых и инвестиционных связей и расстройство внутреннего спроса привели к огромному спаду объема производства в первые годы преобразований — в диапазоне от примерно 10 процентов в Польше и Венгрии до приблизительно 40 процентов в таких странах, как Латвия и Литва. По мере либерализации цен они, как правило, резко взлетали, отчасти вследствие того, что относительные цены определялись теперь спросом и предложением, а не центральным планированием. Однако особенно сильным рост цен был в тех случаях, когда государство исчерпывало

свои источники поступлений и не находило иных средств для финансирования своей деятельности, кроме как путем обращения к центральным банкам для печатания денег. Курсы валют по всему региону быстро падали, и стали широко распространяться банковские кризисы. В некоторых случаях, где имелась достаточная политическая и институциональная поддержка бюджетной и денежно-кредитной дисциплины, в течение примерно двух лет удавалось добиться стабилизации; в других странах потребовались более продолжительные или многочисленные попытки для достижения низкой инфляции и долгосрочной устойчивости государственных финансов.

После стабилизации внимание обратилось на развитие институциональной системы для улучшения функционирования экономики, опираясь на оптимальную практику Западной Европы и остального мира. Страны сталкивались с огромными сложностями в проведении приватизации, реформ государственного сектора и в создании такой среды, которая способствовала бы осуществлению реформ. Создание вызывающих доверие основ денежно-кредитной и курсовой политики (с плавающим курсом или различными видами фиксированного курса) почти во всех странах сыграло ключевую роль в успешном прохождении переходного периода. Роль интеграции была наиболее заметна в финансовом секторе, где западно-европейские банки заняли доминирующее положение в большинстве стран с переходной экономикой. Это принесло с собой жизненно важные выгоды — передача ноу-хау и обеспечение финансированием. В то же время беспрепятственный приток капитала в регион в горячие годы начала-середины 2000-х годов спровоцировал вздутие цен, обрушившихся с последующим мировым финансовым кризисом.

Интеграция способствовала активному сближению уровней доходов. За период с 1995 по 2013 год отношение среднего ВВП на душу населения в странах Европы с формирующимся рынком к показателю стран Европы с развитой экономикой выросло примерно на 50 процентов, несмотря на недавний кризис. Сильные связи с Западной Европой в области торговли и инвестиций сыграли ключевую роль в экономическом росте и сближении стран, благодаря чему уровни доходов в странах Европы с формирующимся рынком достигли уровня, составляющего почти половину от уровня их соседей с развитой экономикой.

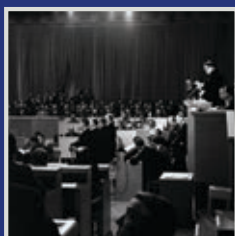
Европейский союз все в большей мере становился центром внимания для стран с переходной экономикой. В 1990-годах источниками внешней помощи в основном были другие страны и международные организации, такие как МВФ, Всемирный банк и новый Европейский банк реконструкции и развития. Но по мере того как вступление (процесс, в рамках которого страны присоединяются к Европейскому союзу) набирало

Краткая история европейской интеграции



1945

Окончание второй мировой войны; национализм становится непопулярен



1949

Создание Совета Европы



1951

Парижским договором создано Европейское объединение угля и стали



1957

Создание Европейского экономического сообщества



1960

Создание Европейской ассоциации свободной торговли

Интеграция востока и запада. Цепи поставок

Возникновение цепи поставок между Германией и Центральной Европой является хорошим примером успешной экономической интеграции после падения Берлинской стены.

С 1990- годов Венгрия, Польша, Словацкая Республика и Чешская Республика превратились в крупнейших производителей-сателлитов (особенно в автомобильной промышленности) производственной системы, в центре которой находится Германия. Эволюция этой ориентированной на экспорт системы подталкивалась значительными расхождениями в стоимости рабочей силы, географической близостью, а также исторической и культурной общностью и поддерживалась значительными потоками прямых иностранных инвестиций из Германии.

Выгоды этой цепи поставок для Германии заключаются в том, что она получает возможность производить и экспортировать товары в тех случаях, когда она могла бы не быть конкурентоспособна, если ее производство было бы ограничено ее национальными границами (см. статью «Добавляя стоимость» в декабрьском выпуске «Ф&Р» 2013 года). На экономическом жаргоне это называется расширением границы производственных возможностей. Тем временем странам с формирующимся рынком в цепи поставок было передано множество технологий, что создало условия для особенно быстрого сближения уровней доходов. Экономическая теория говорит о том, что более бедные страны должны расти более высокими темпами, чем более богатые, однако страны Центральной Европы, включенные в эти цепи поставок, оказались в состоянии увеличивать свои объемы производства еще более высокими темпами, чем может объясняться только разницей в доходах. Более того, быстрый рост экспорта этих стран имел уклон в сторону наукоемких отраслей. Поэтому участие в цепях поставок ведет к повышению спроса на квалифицированную рабочую силу и созданию у стран возможностей передвигаться с течением времени все выше по лестнице добавленной стоимости.

обороты, Европейский союз начинал играть все более значимую роль в создании институциональных структур, направлении экономической политики и финансировании инфраструктуры. Кульминацией этого процесса стало вступление в ЕС 11 стран (4 из которых уже являются членами зоны евро) и включение в число кандидатов на вступление еще 3 стран. Это достижение было немалым 25 лет назад, и оно принесло огромные выгоды как странам с переходной экономикой, так и старым членам ЕС (см. вставку 1), увеличив объемы торговли и потоки капитала и трудовых ресурсов.

Маастрихтский договор и евро

Тем временем основные страны Европы продолжали сближаться. Сначала изменчивость обменных курсов между государствами-членами была уменьшена за счет европейского механизма валютных курсов (МВК), в рамках которого допускались колебания валют вокруг паритетных значений в пределах заранее установленных коридоров. В 1990 году в рамках Европейского экономического сообщества были отменены меры валютного контроля, что создало условия для свободного движения капитала. Хотя в рамках МВК случались кризисы (например, в 1992 году Соединенное Королевство было вынуждено выйти из него, когда стоимость фунта стерлингов опустилась за предельное значение МВК), корректировки курсов становились с течением времени более редкими по мере сближения денежно-кредитной политики и темпов инфляции.

Постепенно идея общей валюты приобретала все больше сторонников, но лишь с заключением Маастрихтского договора в 1992 году Экономический и валютный союз, а вместе с ним и общая валюта и денежно-кредитная политика, стали действительно обретать реальные формы. Создание единой валюты проистекало из всего процесса европейской интеграции и из задач облегчения производства экономических операций внутри союза, но при этом оно также способствовало надежному включению объединенной Германии, возникшей с окончанием холодной войны, в общеевропейскую институциональную систему.

Маастрихтским договором были определены критерии конвергенции, призванные обеспечивать, чтобы страны, присоединяющиеся к новой общей валюте, имели в достаточной степени сходные экономические параметры, чтобы им было полезно проведение единой денежно-кредитной политики. Договор также предоставил рыночным силам значительную дисциплинирующую роль в отношении стран-членов благодаря положению о «неприменении экстренной помощи для спасения от банкротства». Чтобы рассеять скептицизм и сохранить бюджетную дисциплину после введения общей валюты, страны-члены подписали в 1997 году Пакт о стабильности и росте, призванный привязать меры политики к целевым показателям сальдо бюджета и долга.

Таким образом, архитектура евро строилась на предпосылке, что рыночные силы в сочетании с минимальной координацией политики будут достаточны, чтобы добиться согласования экономических систем отдельных стран, установить дисциплину в налогово-бюджетной политике и создать у стран возможности противостоять специфическим потрясениям.

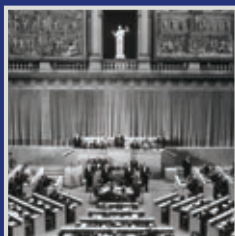
Мировой кризис становится европейским долговым кризисом

Мировой финансовый кризис, разразившийся после краха Lehman Brothers в сентябре 2008 года, спровоцировал кризис суверенного долга в зоне евро. Кризис выявил глубокие



1973

Дания, Ирландия и Соединенное Королевство присоединились к Европейскому сообществу



1979

Первые выборы в Европейский парламент



1989

Падение Берлинской стены



1993

Создание Европейского союза



1999

Начало введения евро

дисбалансы в зоне евро и недостатки общеевропейской экономической архитектуры.

После введения евро в 1999 году многие страны (в том числе Греция, Ирландия, Испания, Италия и Португалия) оказались в условиях очень заметного снижения стоимости заемных средств, причем как для частного, так и для государственного сектора. Во многих случаях дешевый кредит (часто финансирувавшийся за счет капитала банков из основных стран зоны евро) вел к кредитному буму, способствовавшему высоким темпам экономического роста, который, в свою очередь, привлекал еще больше капитала и инвестиций. Но этот процесс также вел к повышению уровня задолженности домашних хозяйств и фирм. Инвестиции были сосредоточены в секторе невнешнеторговых товаров (например, в недвижимости), а высокая заработная плата вела к снижению внешней конкурентоспособности. Сальдо счетов текущих операций резко ухудшились, и у стран накопился крупный внешний долг. Руководствуясь ошибочным представлением о том, что повышение доходов имело необратимый характер, сектора государственного управления заметно увеличили свои размеры.

Сближение процентных ставок скрывало за собой отсутствие фундаментального структурного сближения. Финансовые потоки между странами, стимулируемые отсутствием транзакционных издержек для международных операций и финансового регулирования, способствовали увеличению различий в уровне конкурентоспособности. Однако со сменой фазы кредитного цикла и внезапной остановкой потоков частного капитала целый ряд стран зоны евро оказался на краю пропасти: их банки были перегружены неблагополучными кредитами вследствие чрезмерных инвестиций и имели крупные открытые позиции по суверенным обязательствам с ухудшающимся состоянием. И не только рынки не учитывали возникающие риски — ослабло действие Пакта о стабильности и росте (ряд государств-членов, в том числе некоторые из центральных стран Союза, превысили свои лимиты, подрывая доверие к себе), и он не обеспечивал поддержания бюджетной дисциплины на надлежащем уровне.

В характеризовавшейся высокой степенью интеграции европейской финансовой системе на начало кризиса в зоне евро не было предохранителей и общей системы надзора, что делало ее весьма подверженной риску цепной реакции. Экономические и финансовые потрясения, имевшие свои особенности в каждой из стран, быстро распространялись по всему региону, угрожая жизнеспособности валютного союза.

Реакция на кризис

Национальные правительства начали проведение непростых программ макроэкономической корректировки, конечной целью которых является уменьшение бюджетных дефицитов и повышение конкурентоспособности своей экономики. Эта задача предусматривает устранение дисбалансов, накопившихся

за предыдущие годы, и формирование основ для более надежного долгосрочного роста. Директивные органы Европы пришли к пониманию, что Европейскому союзу еще только предстоит разработать институциональный и финансовый потенциал для поддержки стран, оказавшихся в кризисной ситуации, что предусматривает сотрудничество с МВФ (см. вставку 2). Европейскому союзу пришлось пересмотреть свой принцип «неприменения экстренной помощи для спасения от банкротства» и своей расширенной помощи суверенным заемщикам, оказывающимся вне зоны действия рыночных механизмов урегулирования неблагополучных долговых обязательств.

Более мощные ответные меры были бы предпочтительнее, чем многочисленные неудачные начинания и решения, которые часто оказывались достаточными, чтобы лишь поддержать валютную зону в сохранности, но не позволяли сделать решающий рывок для преодоления возникших проблем. Но при этом есть немаловажные достижения. Создан постоянно действующий механизм финансовой поддержки для стран-членов зоны евро — Европейский стабилизационный механизм. В разгар кризиса Европейский центральный банк принял меры по защите целостности зоны евро за счет предоставления банкам крупной поддержки ликвидности (долгосрочные операции рефинансирования) и создания основ для так называемых прямых денежных операций.

Важнее всего то, что кризис сделал очевидной необходимость общеевропейского подхода к банковской системе — формирования банковского союза, — и в этом направлении уже ведется работа (см. «Тектонические сдвиги» в настоящем выпуске «Ф&Р»). Конечная цель заключается в том, чтобы способствовать уменьшению финансовой фрагментации и разорвать цикл негативной обратной связи между банками и суверенными заемщиками. Европейский союз также предпринял существенные меры по укреплению бюджетного и экономического управления, по выявлению (и, в конечном счете, недопущению) возникающих чрезмерных бюджетных и внешних дисбалансов.

В критических ситуациях ответной реакцией жителей Европы было увеличение интеграции и усиление солидарности.

Мировой финансовый кризис и его отзвуки в зоне евро также создали огромные проблемы для стран Европы с формирующимся рынком. Финансовые рынки оказались заморожены, а выпуск международных суверенных облигаций стал практически невозможен. Потоки капитала сократились, даже те, которые шли через дочерние предприятия западных банков. Когда западные материнские банки столкнулись с дефицитом капитала и ликвидности, стали очевидны факторы уязвимости взаимосвязанной системы, и дочерние предприятия этих банков в странах с формирующимся рынком вошли в период сокращения доли используемых заемных средств, который еще не закончился.

С резким падением экспорта и внутреннего спроса в большинстве стран произошел спад объема производства, что привело к более глубокой рецессии в странах Европы с формирующимся рынком, чем в странах с формирующимся рынком других регионов. Этой участи избежали лишь несколько стран — либо вследствие более сдержанного докризисного бума в этих странах, где, соответственно, оставалось место для антициклической политики, либо вследствие их ограниченных внешних торговых и финансовых связей.

Разразившийся кризис потряс экономику рассматриваемых стран сверх самых пессимистических ожиданий, и в ответ на эти потрясения страны проводили самые различные меры политики. Начальная цель заключалась в стабилизации финансового сектора: были смягчены нормы обязательных резервов, расширен охват систем страхования депозитов, а в некоторых случаях проведены меры по прямому вмешательству в деятельность проблемных финансовых организаций.

При наличии крупных объемов частного долга, главным образом выраженного в иностранной валюте, оставалось немного вариантов денежно-кредитной и курсовой политики. При этом



2004

Волна присоединения стран к Европейскому союзу

МВФ и Европа

На этом замечательном пути европейской интеграции МВФ постоянно выступал в качестве партнера.

Сейчас это может казаться удивительным, но многие из ранних договоренностей МВФ по программам были именно с европейскими странами, которые сейчас относятся к странам «с развитой экономикой». Среди первых договоренностей МВФ такие страны, как Бельгия, Испания, Италия, Нидерланды, Португалия, Соединенное Королевство и Франция. Италия и Соединенное Королевство были последними странами Группы семи, в которых проводились поддерживаемые ресурсами МВФ программы еще в 1977 году.

Деятельность МВФ в регионе резко расширилась с началом исторических преобразований в Восточной Европе. Падение Берлинской стены открыло шлюзы. Во многих странах с переходной экономикой в центре внимания программ МВФ было решение непростых задач экономической стабилизации — преодоление резкого спада объема производства и в некоторых случаях гиперинфляции, а также создание новых институциональных структур, — сопровождавшееся структурными реформами исторического масштаба, помогавшими странам перейти от коммунистического режима к рыночным основам экономики.

Следующая волна программ прокатилась с началом мирового финансового кризиса. Временное затишье конца 2000-х годов было прервано разрушительными последствиями, которые вызывали потрясения в странах с развитой экономикой для стран Европы с формирующимся рынком. Украина, Венгрия и Исландия были первыми, и в каждой из этих стран началось проведение поддерживаемых МВФ программ в ноябре 2008 года. За ними последовали другие, и с распространением кризиса также на страны зоны евро, в 2010 и начале 2011 года заявки на проведение программ подали также Греция, Ирландия и Португалия.

Этот последний раунд программ наглядно демонстрирует изменения в том, как МВФ работает со странами-членами. Например, Польша, имеющая весьма надежные фундаментальные экономические показатели, воспользовалась новой кредитной линией, имеющей характер, близкий к страхованию. При этом многие другие страны, учитывая их более масштабные потребности, также смогли воспользоваться существенно увеличенными объемами кредитов и результатами усилий по сосредоточению предъявляемых условий на основных макроэкономических приоритетах.

Неудивительно, что целый ряд стран обращался за финансовой помощью к МВФ. Кредиты МВФ часто предусматривают предоставление значительной части средств в начальном периоде реализации программы. Они выделяются на поддержку экономических программ, разрабатываемых совместно с официальными органами стран и европейскими организациями. И за счет этих кредитов была предоставлена поддержка более сглаженного проведения необходимой корректировки политики в 13 странах региона с начала кризиса.

в большинстве стран региона бюджетное стимулирование также не являлось одним из возможных вариантов ответных мер, поскольку рецессия негативно сказалась на состоянии государственных финансов.

Движение продолжается

Зарождающийся экономический подъем в зоне евро создает опасность самоуспокоения — неверного представления о том, что кризис прошел и можно ослабить усилия в направлении дальнейшей интеграции.

Были приняты масштабные решения, но экономическая интеграция зоны евро остается незавершенной. Финансовые рынки являются фрагментированными (низкие процентные ставки Европейского центрального банка не распространяются по всей зоне евро, так что фирмы и страны, находящиеся под давлением, часто сталкиваются с высокими ставками по заемным средствам), разрывы в конкурентоспособности остаются значительными, факторы структурной негибкости препятствуют интеграции рынков труда и продукции, а координация налогово-бюджетной и иной политики еще далека от идеальной.

Задача заключается не в том, чтобы просто преодолеть кризис и устранить его последствия, сколь бы непростой она ни была, учитывая что объемы производства и инвестиции по-прежнему ниже докризисных уровней, а безработица все еще неприемлемо высока в большинстве стран зоны евро. Намного более масштабной целью является построение более прочной зоны евро, которая была бы в состоянии противостоять будущим потрясениям и где специфические шоки в отдельных странах не могли бы с легкостью превращаться в системные потрясения.

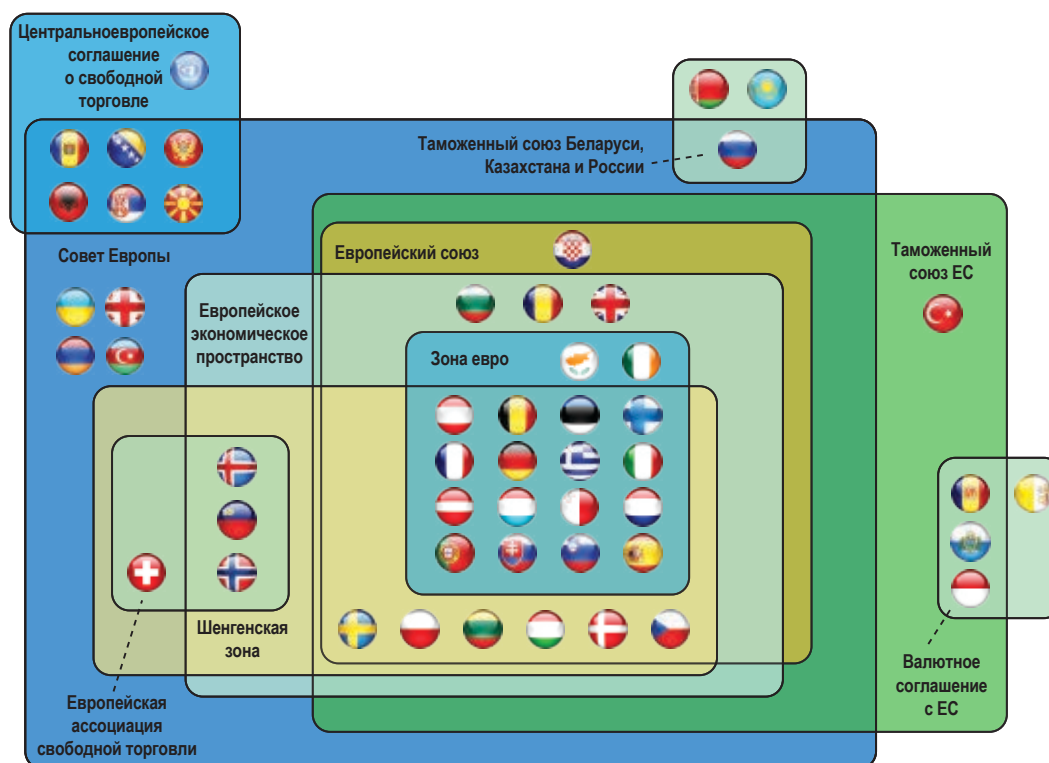
Преодоление кризиса требует переоценки экономической и финансовой архитектуры, лежащей в основе зоны евро. Общий подход к банкам зоны евро — воплощенный в идее прочного банковского союза — надлежащим образом предусматривает более глубокую интеграцию, более прочные институциональные структуры в центре системы и большее внимание пониманию процессов распространения вторичных эффектов.

Кризис и ответные меры также ознаменовали собой отход от некоторых принципов Маастрихтского договора, в том числе от положения о «неприменении экстренной помощи для спасения от банкротства», и привели к формированию новых представлений о национальном суверенитете в контексте общей политики. Формирование союза на базе этой новой реальности будет непростой задачей. В числе наиболее сложных решений будет достижение политического консенсуса, обеспечивающего надлежащий баланс между национальным суверенитетом и ролью более мощного центра и мер политики, направленных на получение выгоды более высокого порядка. Для поддержки необходимой экономической интеграции потребуются политические основы.

Принципиальное значение имеет укрепление валютного союза, чтобы оживить потоки капитала между странами и восстановить действенность денежно-кредитной политики в странах зоны евро. Ключевой элемент этого процесса — банковский союз, а создание единого механизма надзора является важным шагом в направлении общего подхода к формированию здоровой банковской системы. Проводимая оценка балансов может способствовать уменьшению неопределенности в отношении рисков, создаваемых банками. Недавно достигнутые соглашения о едином механизме окончательного урегулирования и едином фонде окончательного урегулирования представляют собой дальнейшие шаги в сторону более полноценного союза, который будет лучше оснащен средствами работы с проблемными банками. Однако их сложная структура и запутанные процессы принятия решения могут препятствовать эффективности работы. В дальнейшем будет необходим эффективный общий финансовый фундамент для работы с проявившимися в ходе последнего кризиса связями между суверенными заемщиками и банками (имеющие высокую задолженность органы государственного управления всеми силами стремились покрыть издержки банковского сектора, что в условиях, когда банки являются держателями государственных долговых обязательств, вело к подрыву доверия как к суверенным заемщикам, так и банкам).

Более глубокая бюджетная интеграция в зоне евро может способствовать устранению недостатков в системной архитектуре, сделать зону евро более устойчивой к будущим кризисам и обеспечить долгосрочное доверие к уже принятым в ответ на кризис мерам. В настоящее время идет совершенствование надзора за национальными мерами политики и систем обеспечения

Сложности европейской интеграции



Источник: Википедия.

соблюдения установленных правил, что будет способствовать восстановлению бюджетной и рыночной дисциплины. Предварительным условием для заблаговременного распределения бюджетных рисков также является более качественная система управления — на этом фронте требуется дальнейшее продвижение, — и она имеет большое значение для уменьшения потребностей в дорогостоящей поддержке, когда уже ударил кризис. Еще одной предпосылкой для восстановления рыночной дисциплины является минимальное распределение бюджетных рисков за счет усиления механизмов бюджетного страхования между странами, что повысит доверие к положениям о неприменении экстренной помощи для спасения от банкротства.

Сохраняющаяся уже в течение длительного времени негибкость рынков труда и продукции по-прежнему препятствует корректировкам относительных цен и мешает конкурентоспособности, особенно в странах, которые в последнее время оказались под давлением. Здесь отмечается некоторый прогресс (особенно выделяются реформы рынка труда в Испании и Португалии), но в данной области требуется проделать еще намного большую работу. Полезную роль в этом отношении может сыграть возобновление усилий по повышению производительности за счет реализации Директивы ЕС об услугах, которая будет содействовать международной торговле услугами, аналогично уже действующему свободному перемещению товаров. Росту будет также способствовать поддержка кредита малым и средним предприятиям и новый раунд договоренностей о свободной торговле. Подобные меры приведут к более сбалансированной и устойчивой динамике роста, помогая уменьшить дисбалансы зоны евро.

В странах Европы с формирующимся рынком подавляющая часть экономического роста в докризисный период была результатом активного и бурного притока капитала, способствовавшего расширению кредита, главным образом в пользу сектора невнешнеторговых товаров. В настоящее время регион стоит перед лицом совершенно иной реальности: западные материнские банки

продолжают уменьшать свои открытые позиции в регионе, а сворачивание исключительно либеральной денежно-кредитной политики в странах с развитой экономикой угрожает перспективам притока капитала. Перед регионом также стоит проблема уменьшения предложения рабочей силы с сокращением населения трудоспособного возраста, которое ускорится в предстоящие годы.

В условиях скромных прогнозов притока капитала и участия населения в рабочей силе перспективы роста в регионе зависят от повышения производительности за счет структурных реформ. В некоторых странах для этого потребуются стойкое продвижение на пути реформ рынка труда: повышение гибкости в определении заработной платы, уменьшение различий между стандартными и временными трудовыми договорами и сопутствующие реформы социальных льгот. В других странах важную роль будет играть улучшение делового климата и завершение приватизации, чтобы привлечь иностранные инвестиции в сектор внешнеторговых товаров и улучшить связи с цепями поставок в Европе. И есть также страны, где уже сформировался конкурентоспособный экспортный сектор и прочно устоялись связи с региональными цепями поставок, — здесь задача заключается в продвижении вверх по лестнице добавочной стоимости за счет повышения квалификации работников.

Хотя недавний кризис в Европе отличается от предыдущих трудных ситуаций своим характером и требует далеко идущих действий, взгляд в историю напоминает нам об огромных препятствиях, которые Европа преодолела в прошлом, а также о подходе, который она избирала в эти тяжелые времена, — расширении интеграции. Если снова удастся собрать воедино политическую волю, дальнейшая интеграция в сочетании с мерами по стимулированию роста может создать более надежный фундамент для процветания в регионе. ■

Реза Могадам — директор Европейского департамента МВФ.



Демонстрация безработной молодежи против мер жесткой экономики в Мадриде (Испания).

Куда движется ЕВРО?

Кевин Хортшой О'Рурк

**Историки
могут задаться
вопросом,
как вообще
появился евро**

В ЭКОНОМИКЕ еврозоны полная сумятица.

В декабре 2013 года ВВП еврозоны было по-прежнему на 3 процента ниже, чем в первом квартале 2008 года, в отличие от ВВП США, который был на 6 процентов выше. ВВП был на 8 процентов ниже докризисного уровня в Ирландии, на 9 процентов ниже в Италии и на 12 процентов ниже в Греции. Уровень безработицы в еврозоне превышает 12 процентов, а также приблизительно 16 процентов в Португалии, 17 процентов на Кипре и 27 процентов в Испании и Греции.

Европейцы настолько привыкли к этим цифрам, что они перестали их шокировать, и это вызывает глубокое беспокойство. Это не малозначащие данные, омрачающие в остальном безупречное прошлое, а свидетельства катастрофического провала политики.

Введение евро было плохой идеей, на что было указано еще два десятилетия тому назад,

когда создавалась эта валюта. Валютная зона является слишком большой и слишком разнородной, а учитывая необходимость в периодических корректировках валютного курса, полномочия Европейского центрального банка (ЕЦБ) по ограничению инфляции являются слишком узкими. Мобильность рабочей силы между государствами-членами слишком ограничена, чтобы ее миграция из районов сильного спада в места быстрого роста могла стать действенным способом корректировки. Кроме того, практически не существует налогово-бюджетных механизмов для перемещения ресурсов между регионами в случае шоков, которые затрагивают одни регионы валютной зоны сильнее, чем другие.

Проблемы, которые были предсказаны

На все эти трудности должным образом указывала традиционная теория оптимальной валютной зоны. К 1998 году Ирландия



переживала беспрецедентный бум, и цены на жилье быстро росли. Высокие процентные ставки были обоснованы, но когда в январе 1999 года Ирландия присоединилась к валютному союзу, учетная ставка центрального банка была понижена с 6,75 процента в середине 1998 года до всего 3,5 процента годом позже. В то время как «ирландская вечеринка» шла полным ходом, вновь созданный ЕЦБ только «подливал спиртное в пунш».

Это же наблюдалось на периферии еврозоны, где приток капитала вызвал рост заработной платы и цен. Однако то, что поднялось, не так легко опускается в отсутствие независимой валюты. Мобильность рабочей силы в еврозоне остается ограниченной: молодые работники-ирландцы эмигрируют в Австралию или Канаду, а португальцы — в Анголу или Бразилию. Кроме того, в отсутствие федерального бюджета для сглаживания асимметричных шоков во время данного кризиса главным орудием политики (будь то навязанным рынком или выбранным политиками и центральным банком еврозоны) была циклическая жесткая экономия, которая усиливает, а не уменьшает рецессию. В этих условиях массовая безработица на периферии полностью соответствовала прогнозам теории.

Действительно, после 2008 года мы узнали, что традиционная теория оптимальной валютной зоны была слишком оптимистичной в отношении Европейского валютного союза. Аналогично многим главенствующим макроэкономическим теориям, ею игнорировалась роль финансовых посредников, таких как банки, которые связывают владельцев сбережений и заемщиков. Многие из наиболее трудноразрешимых проблем еврозоны вызваны потоками капитала из центра на периферию еврозоны посредством банковского кредитования. Когда

приток капитала остановился или сменился оттоком, начавшийся банковский кризис создал финансовые трудности для правительств стран на периферии. Это привело к дальнейшему ухудшению балансов банков и затруднило создание кредита, что, в свою очередь, вызвало ухудшение экономических условий и рост государственного дефицита — бесконечный порочный круг для суверенных заемщиков и банков.

Последствия для политики

Банковские кризисы имеют отрицательные последствия для политики, учитывая их трансграничное воздействие. Продиктованные паникой решения были несистемными и непоследовательными: следует сравнить отношение к кредиторам банков в Ирландии в 2010 году, где они практически не пострадали, с отношением к ним на Кипре в 2013 году, когда им пришлось

Малые уязвимые страны получили болезненный урок европейского политического прагматизма, который они не скоро забудут.

понести большие потери. Это будет иметь долговременные последствия для политики. Несмотря на вполне понятное желание европейских бюрократов пренебрегать такими моментами, лицемерие и грубое обращение остаются непопулярными среди обычных избирателей. Малые уязвимые страны получили болезненный урок европейского политического прагматизма, который они не скоро забудут.

Что дальше? Начиная с 2010 года внимание большинства экономистов было сосредоточено на том, как сделать валютный союз более эффективным. Даже те, кто скептически относился к Европейскому экономическому и валютному союзу (ЕВС), были настолько обеспокоены последствиями его распада, что воздержались от того, чтобы рекомендовать странам выходить из него. В результате был выдвинут ряд рекомендаций, направленных на то, чтобы предотвратить обвал евро в краткосрочной и среднесрочной перспективе и улучшить его функционирование в долгосрочной перспективе.

В краткосрочной перспективе требуется более либеральная денежно-кредитная политика и, по возможности, адаптивная налогово-бюджетная политика. Если историки экономики чему-либо научились на опыте Великой депрессии, то это тому, что экономическая корректировка, основанная на жесткой экономике и внутренней девальвации (как в настоящее время называют дефляцию в отдельных странах еврозоны), является опасной. Во-первых, номинальная заработная плата с трудом поддается снижению, что означает, что дефляция, если она вообще может быть достигнута, ведет к более высокой реальной заработной плате и усилению безработицы. Во-вторых, дефляция ведет к увеличению реальной стоимости частного и государственного долга, повышению реальных процентных ставок и отсрочке дорогостоящих покупок потребителями и фирмами в ожидании снижения цен. В 1920-х годах Великобритания имела крупный первичный профицит, но отношение долга к ВВП существенно выросло из-за дефляции и низких темпов экономического роста.

В-третьих, бюджетные мультипликаторы являются высокими, когда процентные ставки близки к нулю, и поэтому сокращение затрат ведет к значительному сокращению национального дохода. МВФ пришел к выводу, что во время текущего кризиса

мультипликаторы скорее были ближе к 2, чем к 1, как это было в период между мировыми войнами. Напрашивается вывод о том, что ЕЦБ необходимо решительно действовать не только для того, чтобы предотвратить инфляцию, но и для того, чтобы на переходный период установить целевой показатель инфляции на уровне выше 2 процентов, чтобы облегчить корректировку реального валютного курса и обеспечить платежеспособность своих стран-членов. Помогут в этом и большие инвестиционные расходы стран, имеющих достаточные бюджетные возможности, или расходы Европейского инвестиционного банка.

Чем дольше будет длиться этот кризис, тем более сильными будут антиевропейские политические настроения.

Что касается долгосрочной перспективы, то сложился широкий консенсус (за пределами Германии) о том, что в еврозоне нужен банковский союз, который будет обеспечивать финансовую стабильность и который заменит режим специального кризисного управления процедурой, которая будет в большей степени основана на правилах и будет политически более легитимной (см. статью «Тектонические сдвиги» в настоящем выпуске *Ф&Р*). Данная процедура должна включать в себя общую систему надзора в еврозоне, единую основу урегулирования неплатежеспособных банков с общей для еврозоны системой бюджетной поддержки и общий механизм страхования вкладов. Группа «еврономики», состоящая из видных европейских экономистов, предложила ввести «безопасный» актив для еврозоны, который могли бы держать в своих авуарах национальные банки. Это помогло бы разорвать вышеописанный порочный круг для суверенных заемщиков и банков и облегчило бы реструктуризацию задолженности национальными правительствами, когда в этом появляется необходимость (путем уменьшения сопутствующего ущерба для банковской системы своей страны). Пример США показывает, что некоторый бюджетный союз сверх того, который требуется для создания значимого банковского союза, мог бы стать важным стабилизирующим механизмом. Общая для еврозоны система страхования от безработицы стала бы одним маленьким шагом в этом направлении.

Меньше Европы

Это были доводы за «большую», а не «меньшую» Европу. В течение последних пяти лет я, как и многие другие, выдвигал такие доводы. Однако с течением времени это становится все труднее делать с уверенностью в своей правоте.

Во-первых, начиная с 2010 года кризисное управление было поразительно неэффективным, что наводит на вопрос о том, разумно ли странам, особенно малым странам, отдавать себя на милость директивных органов в Брюсселе, Франкфурте или Берлине. Это не только вопрос идеологии твердой валюты для ключевых игроков, хотя и он достаточно четко присутствует. Это вопрос откровенной некомпетентности. В этом отношении халтурное «спасение» Кипра стало водоразделом для многих наблюдателей, хотя повышение процентных ставок ЕЦБ в 2011 году также заслуживает нелестного упоминания.

Необходимо задать серьезные правовые, политические и этические вопросы, касающиеся поведения ЕЦБ во время кризиса: например, прозвучавшей в 2010 году угрозы о том, что если Дублин не расплатится с частными кредиторами частных банков, то ЕЦБ по сути разрушит банковскую систему Ирландии (или,

если хотите, вытеснит Ирландию из еврозоны). Часто приводится довод, что ЕЦБ не может ослабить денежно-кредитную политику, так как необходимо требовать от правительств продолжать структурные реформы, которые Франкфурт считает желательными. Помимо того факта, что доказательств желательности этих реформ меньше, чем иногда признают экономисты, неправильно заставлять людей быть безработными, чтобы реализовать определенную программу политики. И нелегитимно то, что невыборный руководитель центрального банка во Франкфурте пытается влиять по сути на политические дискуссии в таких странах, как Италия или Испания, потому что этот руководитель центрального банка является невыборным и находится во Франкфурте.

Во-вторых, становится все более ясным, что в скором времени не появится реального банковского союза, не говоря уже о бюджетном союзе или безопасном активе для еврозоны. В течение многих лет экономисты твердили, что Европе необходимо решиться: перейти к более федеральному управлению, как подсказывает логика единой валюты, или сделать шаг назад. На дворе 2014 год: на каком этапе мы можем сделать вывод о том, что Европа действительно приняла решение и вопрос о более глубоком союзе снят с повестки дня? Чем дольше будет длиться этот кризис, тем более сильными будут антиевропейские политические настроения, что вполне понятно: ожидание не помогает федералистам. Нам следует дать новому правительству Германии несколько месяцев на то, чтобы оно всех нас удивило, а если оно не сможет, то сделать логический вывод. Если движение вперед исключается, отход от ЕВС может стать как неизбежным, так и желательным.

Европа пережила золотой век, во многом ставший результатом европейской интеграции. Это помогло обеспечить рост 1950-х и 1960-х годов и дало европейцам свободу учиться, работать и получать пенсию за границей, которая принимается как должное. ЕВС в нынешнем виде грозит всему проекту. В период между двумя мировыми войнами избиратели шли за партиями, которые обещали обуздать рынок и заставить его служить интересам обычных людей, а не наоборот. Когда демократические партии, такие как социал-демократическая партия Швеции, обещают такую политику, избиратели их вознаграждают. Когда демократы позволяют надеть на себя золотые оковы и принимают идеологию жесткой экономии, как, например, в Германии, избиратели в конечном итоге от них отворачиваются.

Расходящиеся пути

Определяющими в настоящее время в Европе являются ограничения, которые налагаются на правительства, а не те возможности, которые им предоставляются, чтобы улучшить жизнь людей. Это политически неприемлемо. Есть два решения: устремиться к политической федерации в Европе, чтобы все могли конкурировать на равных условиях, или вернуться к Европейскому союзу без единой валюты и позволить странам самостоятельно принимать свои решения. Последний вариант потребует контроля над капиталом, дефолта нескольких стран, мер для преодоления финансового кризиса, который за этим последует, и соглашения о том, как урегулировать оставшиеся долги и договорные обязательства.

Гибель евро, несомненно, станет крупным кризисом. Мы не должны этого хотеть. Но если кризис неизбежен, то лучше его пережить, пока по-прежнему руководят центристы и еврофилы. По какому бы пути мы ни пошли, мы должны его выбрать демократически, и нет смысла ждать вечно. Если, в конечном итоге, мы откажемся от евро, то я предполагаю, что через 50 лет историки будут гадать, как случилось, что он вообще появился. ■

Кевин Хортиш О'Рурк — профессор истории экономики кафедры им. Чичела, Ол Соулз Колледж, Оксфорд.



Тектонические СДВИГИ

Николя Верон

Скульптура евро отражается в луже воды перед штаб-квартирой ЕЦБ во Франкфурте, Германия.

РУКОВОДИТЕЛИ стран зоны евро 29 июня 2012 года начали создание того, что сейчас всем известно как Европейский банковский союз, или передачу банковской политики с уровня отдельных стран на уровень Европейского союза. Первый шаг, наделение Европейского центрального банка полномочиями в качестве нового органа надзора за основной частью европейской банковской системы, имеет неплохие перспективы достижения объявленной цели (к концу 2014 или началу 2015 года) — преодоления долгосрочной непрочности банковской системы Европы. Но банковский союз на этом не остановится, и его структурные последствия проявятся намного шире, чем переход к централизованному надзору.

Банковская проблема Европы

Создание банковского союза началось для решения острой проблемы. Кризис зоны евро высветил пагубный порочный круг слабых государственных балансов, которые подрывали прочность банков, как в Греции, или слабости банков, которая наносила ущерб доверию к государству, как в Ирландии. В середине 2011 года эта взаимосвязь стала угрозой для всей зоны евро и ее финансовой системы и вы-

нудила принять меры политики в 2012 году. Но исходная проблема уязвимости европейской банковской системы появилась намного раньше, чем начало кризиса суверенной задолженности зоны евро в 2009–2010 годах.

Наличие этой проблемы в течение первых пяти лет кризиса, как правило, отрицалось. Многие руководители вначале утверждали, что банковские трудности можно было объяснить рынком непервоклассных ипотек США, а затем говорили, что их причиной были бюджетные неурядицы в таких странах, как Греция. Это объяснение было традиционным до 2012 года, особенно в Германии и Франции, где руководители использовали его для оправдания внутренних источников финансовой уязвимости.

Однако корни банковской проблемы Европы лежали гораздо глубже. В основе проблемы было несоответствие стимулов органов банковского надзора. Страны и институты ЕС после создания валютного союза в 1990-е годы поставили перед собой смелые цели по устранению трансграничных барьеров для выхода на европейский финансовый рынок. В ответ на это национальные органы часто поощряли и защищали банки своих стран, с тем чтобы дать им преимущество в становящейся все

**Создание
банковского
союза —
долгосрочный
процесс,
который
радикально
изменит
финансовую
систему
Европы**

более конкурентной среде, даже когда это влекло за собой принятие дополнительных рисков.

Эта форма «банковского национализма» фактически приуменьшала пруденциальные опасения относительно накопления рисков. Разительным примером было согласие должностных лиц на злосчастное поглощение и дробление голландского банка ABN AMRO в 2007 году, что впоследствии способствовало трудностям других банков, в том числе, Fortis, Royal Bank of Scotland и Banca Monte dei Paschi di Siena. В более общем плане, банковский национализм во многом объясняет массивное увеличение левериджа и риска в балансах многих европейских банков в десятилетие, предшествовавшее мировому финансовому кризису.

Несоответствие между национальными масштабами надзора и европейским измерением финансовой системы также объясняет неспособность решить проблему непрочной банковской системы с начала кризиса до 2012 года.

Эта неудача не была вызвана отсутствием достаточных предупреждений, в том числе со стороны МВФ. Она, скорее, представляла собой, по сути, проблему коллективных действий. Большинство стран с крайней неохотой выявляли слабые банки из опасения поставить свой банковский сектор в неблагоприятное положение по сравнению с такими секторами соседних стран, особенно в зоне евро. Отсутствие сильного центрального органа приводило к параличу или недостаточным действиям. Несколько общеевропейских стресс-тестов банков, проводившихся в сентябре 2009 года, июле 2010 года и июле 2011 года, не смогли восстановить доверие, когда результаты тестов быстро оказались ненадежными.

События, переломившие ситуацию

Впоследствии нерешенная банковская проблема стала одним из факторов в разворачивающемся кризисе суверенного долга в зоне евро.

Открытые позиции банков зоны евро, особенно во Франции и Германии, связанные с греческим риском, были одной из основной причин, по которой государственный долг Греции не был быстро реструктурирован в начале 2010 года. Позже в том же году, аналогичные факторы привели к запрету Ирландии возлагать убытки на первоочередных кредиторов обанкротившихся банков, что усугубило ухудшение бюджетной ситуации в этой стране. К середине 2011 года цепная реакция на рынке государственных облигаций распространилась на две из четырех крупнейших страны зоны евро — Италию и Испанию. В августе 2011 года даже французские банки лишились на короткое время нормального рыночного доступа к ликвидности в долларах.

Все более растущий круг инвесторов и директивных органов стал учитывать возможность распада зоны евро в свои расчеты, что свидетельствовало о возможности катастрофического самореализующегося прогноза. Давление, создаваемое такой средой, привело к ряду серьезных изменений в политике главных государств-членов и Европейского союза в целом, которые все имели место с середины 2011 года по середину 2012 года.

В Соединенном Королевстве поток плохих вестей из зоны евро укрепил убежденность в том, что страна должна изолировать себя от континента и не участвовать в дополнительном институциональном строительстве. Этот сдвиг был в краткой форме сформулирован министром финансов Джорджем Осборном в его замечании в июле 2011 года относительно «безжалостной логики» политической интеграции в зоне евро, в которой Великобритания будет отказываться участвовать. Это ознаменовало радикальный отход от десятилетий участия Великобритании в инициативах ЕС, даже при одновременных попытках их смягчения. Самым последним примером было создание в 2010 году Европейской банковской организации, которая базируется в Лондоне.

Во Франции трудности банков с получением финансирования в августе 2011 года подорвали уверенность в себе финансового сообщества и его веру в независимую национальную банковскую политику. Этот психологический перелом помогает объяснить активную поддержку Франции банковского союза в 2012 году, хотя она была одним из важнейших противников наднационального банковского надзора во время прошлых переговоров по договорам ЕС, в том числе в Маастрихте в 1992 году и в Ницце в 2001 году.

Большинство стран с крайней неохотой выявляли слабые банки из опасения поставить свой банковский сектор в неблагоприятное положение.

В Германии потрясения в зоне евро вынудили Европейский центральный банк выступить с беспрецедентными политическими инициативами, которые ознаменовали собой разрыв с ортодоксальной политикой Бундесбанка и привели к расхождению путей этих двух организаций. Европейский центральный банк давно воспринимался как банк, находящийся под своего рода опекой Бундесбанка. Однако после того как ответные меры ЕЦБ на кризис привели к последовавшим друг за другом отставкам руководителей центрального банка Германии Акселя Вебера и Юргена Старка, но были одобрены канцлером Германии Ангелой Меркель, вопреки возражениям Бундесбанка, ЕЦБ приобрел статус независимого учреждения, имеющего самостоятельное политическое лицо. Такая трансформация, предположительно, лежала в основе согласия всех стран ЕС на расширение его полномочий и распространение их на банковский надзор.

По всему Европейскому союзу прежняя доктрина, согласно которой нельзя было допускать банкротства банков, — негласное обязательство руководителей европейских стран, принятое в середине октября 2008 года, — была внезапно отвергнута. До начала 2012 года почти во всех государствах-членах ЕС даже неприоритетные кредиторы разорившихся банков защищались государственными мерами от любых убытков, каким бы малым ни был банк. Но к этому времени становилось все более очевидным, что защита всех кредиторов угрожала государственным балансам и была политически неприемлемой. В начале июня 2012 года Европейская комиссия предложила проект законодательства ЕС на основе принципа, согласно которому кредиторы должны понести убытки, прежде чем будет рассмотрен вопрос об экстренной помощи за счет средств налогоплательщиков. В то же время орган Комиссии по вопросам политики в области конкуренции стал возлагать убытки на неприоритетных кредиторов в качестве необходимого условия для государственной помощи банкам — в Испании в 2012 году, а в августе 2013 года — в качестве общеприменимого правила.

В свете этих изменений начало создания Европейского банковского союза в конце июня 2012 года произошло не в вакууме. Его лучше всего охарактеризовать как самый заметный в ряду тектонических сдвигов, вызванных нерешенной банковской проблемой Европы и последующим ухудшением ситуации в еврозоне. Оно само было охарактеризовано как условие для сделанного позднее заявления Европейского центрального банка о своей Программе прямых монетарных операций

для покупки государственных облигаций. В совокупности эти сдвиги привели к значительному снижению воспринимаемого риска распада зоны евро с середины 2012 года.

Перспективы решения в 2014 году

При этом в начале 2014 года банковская проблема Европы остается нерешенной, но это может измениться в предстоящие месяцы. Законодательство ЕС о создании интегрированной основы банковского надзора, сейчас вступившее в силу, предусматривает передачу в ноябре 2014 года полномочий по надзору за основной частью банковской системы зоны евро Европейскому центральному банку. Наряду с этим оно предписывает проведение Европейским центральным банком комплексной оценки этих банков — этот процесс начался в 2013 году и часто упоминается как «проверка качества активов». Помимо оценки балансов, этот процесс включает оценку риска органом надзора и стресс-тесты в масштабах ЕС, координируемые Европейской банковской организацией.

Проверка качества активов первоначально воспринималась многими как относительно незначительное техническое требование; оно предписано лишь подстатьей заключительного раздела законодательства, касающегося переходных положений. Но его практический эффект заключается в проведении на раннем этапе политически трудного процесса «сортировки», рекапитализации и реструктуризации банков. Опыт банковских кризисов прошлого указывает на то, что данный процесс необходим для успешного преодоления кризиса. Его последствия могут охватывать выявление большего числа прошлых упущений национальных органов банковского надзора; убытки для акционеров, налогоплательщиков и кредиторов; прекращение пролонгации кредитов сомнительным заемщикам для приукрашивания положения, что, в свою очередь, может вызвать обширную реструктуризацию нефинансовых компаний. Поэтому значение проверки в программе экономической политики в Европе быстро увеличилось, и она, вероятно, будет упоминаться в заголовках новостей на протяжении 2014 года.

Процесс проверки является в равной мере масштабным, рискованным и беспрецедентным. У Европейского центрального банка мало опыта надзора за банками, но он выделяет существенные ресурсы на эту задачу. Он полностью осведомлен о том, что на карту поставлено доверие к нему как будущему органу надзора, и в более общем плане — как авторитетному учреждению. Но хотя процесс оценки находится в руках Европейского центрального банка, его последствия будут также предусматривать участие правительств, которые должны провести реструктуризацию банков, признанных слабыми в ходе проверки. Реструктуризация может вызвать нарушения, как в финансовой сфере, так и в политической области отдельных стран, особенно с учетом отсутствия объединения финансовых рисков на европейском уровне, по крайней мере, пока нет резкого ухудшения условий на рынке. На данном раннем этапе процесса оценки еще слишком рано говорить о том, какие банки и страны подвержены наибольшему риску.

Это свидетельствует о том, что взаимодействие правительств, национальных государственных органов, которые до настоящего времени вели банковский надзор, и Европейского центрального банка будет становиться все более напряженным по мере приближения проверки к завершению. Национальные правительства будут испытывать влияние банковского национализма, а также бесчисленных уз, которые связывают их с соответствующими банковскими системами. В июле 2011 года эти факторы привели к провалу процесса стресс-тестов банков, который серьезно подорвал доверие к Европейской банковской организации. Но на сей раз соотношение интересов отличается. Все страны зоны евро кровно заинтересованы в доверии

к Европейскому центральному банку как главному оплоту устойчивости евро.

Неопределенность и, вполне возможно, волатильность на рынках будет характеризовать проверку до ее завершения, вероятно, в конце 2014 года. Важнейшим аспектом будет координация процесса реструктуризации банков, в том числе возможность создания европейского совместного механизма управления активами, или «плохого банка», даже если финансовые риски по-прежнему распределяются среди отдельных государств-членов. С учетом всех обстоятельств, по-видимому, проверка, скорее всего, в целом выполнит задачу директивных органов по восстановлению доверия к европейскому банковскому сектору и тем самым решит краткосрочную банковскую проблему Европы.

Более долгосрочные перспективы

Успешная проверка и последующая реструктуризация банков, выявленных как слишком слабые, должна, вероятно, начать процесс постепенного выздоровления банковской системы Европы. Если это так, то условия финансирования банков могут вновь стать нормальными в течение 2015 года, что позволит Европейскому центральному банку постепенно свернуть свои чрезвычайные механизмы вмешательства, применяющиеся с 2008 года. Эта проверка может также привести в конечном итоге к волне слияний и поглощений банков, многих на трансграничной основе, что поменяет европейский банковский ландшафт.

Проверка не будет знаменовать ни полное разделение банковских и государственных балансов, ни завершение банковского союза. Эти вехи потребуют более масштабных мер, в том числе дальнейшей интеграции основ ЕС для налогово-бюджетной политики и политической ответственности, которая часто именуется бюджетным и политическим союзом. Такой союз создаст условия для подлинно интегрированной системы для преодоления банковских кризисов и общеевропейской системы страхования депозитов, которая в конечном итоге разрубит финансовую связь между банками и правительствами. Сроки таких мер, если они вообще будут приняты, прогнозировать невозможно.

Тем не менее, единый орган надзора за банками в зависимости от будущих решений Европейского центрального банка в области экономической политики может вызвать ряд структурных трансформаций в ближайшее десятилетие. Это может сказаться на моделях управления многих банков, которые сейчас формируются политическими и правовыми условиями на уровне страны или на субнациональном уровне. Неевропейские банки могут выходить на розничный и коммерческий банковский рынок Европы. Финансовая система Европы может стать более диверсифицированной и в меньшей степени зависимой от посреднической банковской деятельности, как это имеет место сейчас. Может измениться география активности оптовых рынков и финансовых центров в Европе. Правительствам, которые больше не смогут финансировать себя за счет привлечения отечественных банков, возможно, придется стать более дисциплинированными.

Как показывает этот предварительный перечень, Европа только начала длительный путь открытий. Банковский союз равносителен смене режима для европейских финансов. Даже если перспективы первого шага достаточно обнадеживающие, пройдет много времени, прежде чем можно будет всесторонне оценить последствия для финансовой стабильности Европы и ее экономических перспектив. ■

Николя Верон — старший научный сотрудник Брюссельского аналитического центра Брейгель и приглашенный научный сотрудник Института международной экономики Петерсона в Вашингтоне (округ Колумбия).



Длинная тень над экономическим ростом

Желающие получить работу в очереди на форуме работодателей в Ницце (Франция).

Главный приоритет в Европе сегодня — победить безработицу и ускорить экономический рост

Хельге Бергер и Мартин Шиндлер

ДАЖЕ если бы экономика Европы работала на уровне своего потенциала (хотя очевидно, что это не так), некоторые люди искали бы работу. В то время как на рынок выходят новые и инновационные фирмы, а менее продуктивные уходят, происходит движение рабочей силы, и поиск новой работы занимает какое-то время. Таким образом, определенная безработица является неотъемлемой частью здоровой и растущей экономики.

Однако текущий период нельзя назвать нормальным: с начала европейского долгового кризиса безработица в еврозоне выросла почти до 20 млн человек. Это означает, что на конец 2013 года около 12 процентов соискателей работы оставались безработными, что приблизительно в полтора раза превышает докризисный уровень (см. рис. 1). Еще хуже то, что растущая доля соискателей работы являются безработными более одного года. Последние данные показывают, что безработица в Европе почти наполовину является долгосрочной.

Безработица таких масштабов вызывает беспокойство. Жертвы и трудности, связанные

с потерей работы на длительное время, известны многим европейским семьям. Ухудшает ситуацию и то, что кризис безработицы грозит «отбросить длинную тень» на способность Европы к экономическому росту в будущем. Рост безработицы в значительной мере сконцентрирован среди незащищенных групп, включая менее образованные слои населения и молодежь: на конец 2013 года в Испании и Греции более половины соискателей работы в возрасте до 25 лет были безработными (см. рис. 2). Для сравнения их доля превышает одну треть в Италии и Португалии, составляет приблизительно одну четверть в Ирландии и достигает почти одной четверти в среднем в Европе. Эти цифры свидетельствуют об угрозе «потерянного поколения».

Последствия безработицы в молодом возрасте огромны. Хорошо обученные работники не могут применить свои навыки, и в свете принципа «используй или теряй» могут вообще утратить эти навыки, в то время как менее образованные работники могут не получить важного обучения на рабочих местах. Все это может иметь долгосрочные последствия



и поставить молодежь в условия перманентно более низких зарплат, вследствие чего может укорениться уже растущее неравенство доходов.

Однако пугающие последствия безработицы в молодом возрасте касаются не только экономической сферы: многие безработные соответствующим образом корректируют свои жизненные решения, откладывая вступление в брак и рождение детей, или уезжают в поисках работы за границу. Хотя миграция поддерживает макроэкономическую корректировку, когда другие механизмы неэффективны, она может повлечь за собой издержки для тех, кто вынужден переезжать: смена культуры, необходимость изучения нового языка, непризнание прошлого образования и дипломов могут означать, что высококвалифицированные работники занимаются низкоквалифицированным трудом. Рассказы о том, что высокообразованные иностранные ученые водят такси в Берлине или Стокгольме, недалеки от реальности.

Улица с двусторонним движением

Очевидно, что требуются меры: безработица во многих странах достигла трагических и неприемлемых уровней и грозит затормозить рост европейской экономики на многие годы. Однако в то время как раздаются громкие и отчетливые призывы к разработчикам политики, возвращение людей к занятости будет нелегким делом. В новой книге МВФ «*Jobs and Growth: Supporting the Recovery*» («Рабочие места и экономический рост — поддержание экономического подъема»), основанной на широком анализе, проделанном сотрудниками МВФ, приводится дорожная карта для разработчиков политики, показывающая, как ответить на этот призыв.

Приоритетом должен стать экономический рост. Суровый урок, который подтвердил кризис, заключается в том, что между занятостью и экономическим ростом существует двусторонняя связь. Массовая безработица часто выливается в слабое потребление и меньшие стимулы к инвестициям, поэтому рост оказывается подавленным, а фирмы не видят необходимости нанимать работников. В то же время обеспечение более

высокого уровня экономического роста будет создавать рабочие места и поддержит частный спрос. Связь между безработицей и экономическим ростом, безусловно, имеет место в сегодняшней Европе (см. рис. 3). Таким образом, первый и наиболее эффективный способ решения проблемы безработицы — это возобновить экономический рост.

Но как странам достичь этого? Простых и быстрых решений не существует. Достижение и сохранение высоких темпов роста является сложной и многогранной задачей, которая требует действий по многим направлениям и в различные временные периоды. Действительно, хотя складывается впечатление, что худшие этапы кризиса остались позади, темпы роста и объемы производства не достигают докризисного уровня. Годовые темпы роста в Европе на период 2013–2017 годов прогнозируются в среднем на уровне только 1,6 процента, что чуть ли не вдвое ниже 2,6 процента, достигнутых в течение пяти лет до кризиса (IMF, 2014). Таким образом, в краткосрочной перспективе требуется дальнейшая поддержка со стороны денежно-кредитной политики и постепенная бюджетная консолидация, когда это позволяют рынки, чтобы защитить экономический подъем.

Но не менее настоятельной является необходимость в устойчивом укреплении институциональных основ еврозоны, а создание элементов банковского союза послужит прекрасной отправной точкой. Способность проводить своевременное, эффективное и недорогостоящее урегулирование проблемных банков, пользуясь доступом к общим государственным ресурсам (общей системе поддержки), поможет разорвать порочный круг усиливающих друг друга трудностей в банковском и государственном секторе.

Прогресс в институциональном строительстве еврозоны может также существенно помочь в уменьшении остаточной неуверенности инвесторов, которые должны поверить в то, что кризис, наконец, закончился, прежде чем они вложат значительные

Рисунок 1

Без работы

После кризиса безработица во многих странах достигла недопустимо высоких уровней.

(Уровень безработицы в процентах)



Источники: Haver Analytics и расчеты персонала МВФ.

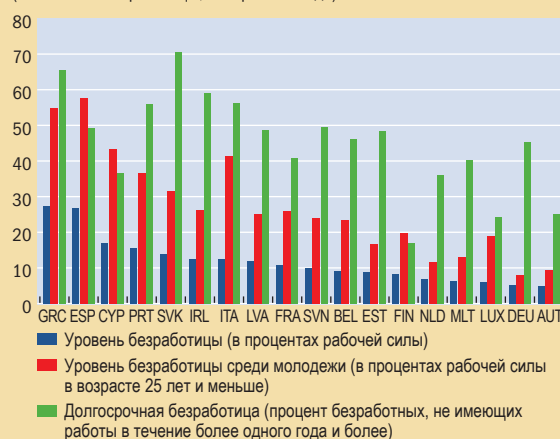
Примечание. Центр еврозоны: Бельгия, Германия, Нидерланды и Франция. Отдельные другие страны еврозоны: Греция, Ирландия, Испания, Италия и Португалия. Страны Европы с формирующимся рынком: Болгария, Венгрия, Латвия, Литва, Польша, Румыния, Украина, Хорватия и Чешская Республика. Все агрегаты представляют собой простые средние значения.

Рисунок 2

Долгие поиски

Безработица среди молодежи приблизительно вдвое выше, чем среди остального населения; большинство безработных не имеют работы в течение более одного года.

(Показатели безработицы, ноябрь 2013 года)



Источник: Евростат.

Примечание. GRC = Греция, ESP = Испания, CYP = Кипр, PRT = Португалия, SVK = Словакия, IRL = Ирландия, ITA = Италия, LVA = Латвия, FRA = Франция, SVN = Словения, BEL = Бельгия, EST = Эстония, FIN = Финляндия, NLD = Нидерланды, MLT = Мальта, LUX = Люксембург, DEU = Германия, AUT = Австрия.

ресурсы в будущее развитие. Кроме того, для того чтобы уменьшить уязвимость, повсеместно должна быть начата серьезная работа, рассчитанная на среднесрочную перспективу, по укреплению балансов активов и обязательств государственного и частного секторов. И мало кто сомневается в том, что необходимо устранить давние недостатки на рынках труда и продукции, чтобы заложить основу для прочного роста объемов производства и занятости в Европе и помочь реализовать преимущества экономического и валютного союза для тех, кто живет в еврозоне.

Наследие кризиса

Однако долговременного усиления роста не удастся добиться, пока не будет преодолено наследие кризиса в плане баланса активов и обязательств. Без того высокие коэффициенты задолженности домохозяйств и фирм во многих европейских странах ухудшились в результате падающего или отрицательного роста доходов, в то время как цены на недвижимость снизились. Долг государственного сектора также существенно вырос во время рецессии. Учитывая медленные темпы роста глобального спроса, существует мало надежды на то, что какой-либо из этих секторов просто «вырастет» из своих долговых проблем. Возникающая вследствие этого необходимость в сокращении доли заемных средств (т.е. уменьшения задолженности путем сокращения потребления домохозяйств, корпоративных инвестиций и чистых государственных расходов) грозит замедлением экономического подъема.

При этом не все долги одинаковы. Экономисты по-прежнему дискутируют о связи между задолженностью и экономическим ростом, однако проведенные МВФ исследования показывают, что высокие уровни задолженности частного сектора могут вызывать особые трудности. Действительно, в то время как крайне высокая задолженность домохозяйств и фирм однозначно ведет к замедлению роста (главным образом потому, что она создает уязвимость и подавляет потребление и инвестиционные расходы), имеются указания на то, что в случаях, когда бюджетная устойчивость не находится под угрозой, сама по себе задолженность государственного сектора, возможно, не играет

столь отрицательной роли. Это указывает на то, что государственные органы, облегчая сокращение доли заемных средств в частном секторе в настоящее время, возможно, смогут улучшить условия для самоподдерживающегося роста в будущем. В зависимости от обстоятельств страны, разработчики полити-

Губительное усиление безработицы среди молодежи может иметь тяжелые социальные и экономические последствия.

ки, возможно, смогут добиться этого путем создания или усиления надлежащих микроструктур, таких как эффективные системы решения проблем неплатежеспособности (включающих в себя, например, быстрые и гибкие процедуры банкротства для физических и юридических лиц), чтобы помочь избежать длительных периодов сокращения доли заемных средств и защитить экономический рост.

Безусловно, в конечном итоге, государственная задолженность должна будет также сократиться. История показывает, что это является непростым, но не невозможным делом даже в условиях низких темпов экономического роста. Например, в начале 1990-х годов Бельгия, Дания и Исландия смогли уменьшить задолженность, превышавшую 30 процентов ВВП, несмотря на то что первоначально темпы их экономического роста были близкими к нулю или даже отрицательными. На перспективу фокус заключается в том, чтобы постепенно сократить бюджетный дефицит, когда это позволяют рынки, и зафиксировать политику прочными обязательствами проводить устойчивую бюджетную консолидацию в среднесрочной перспективе и принять сильные меры для ограничения воздействия ужесточения бюджета на рост путем тщательной проработки мер, принимаемых в области доходов и расходов. Например, в этом могут помочь сокращение менее производительных расходов, защита государственных инвестиций и перенос акцента с прямых на косвенные налоги, в то время как некоторые страны могут также иметь возможности для проведения дополнительной приватизации. Более того, осуществление консолидации может также предоставить возможности для проведения реформ налогов или субсидий в целях усиления роста.

Формирование основ

Возможности проведения реформ, которые в долгосрочной перспективе помогут поднять экономический рост, не ограничиваются налогово-бюджетной сферой. Обстоятельства стран различаются, но есть сильные указания на то, что действительно амбициозные структурные реформы могут существенно повлиять на то, что экономисты называют потенциальным ростом (потенциал устойчивого роста доходов и занятости в стране), что, в свою очередь, поможет домохозяйствам и фирмам улучшить свои балансы активов и обязательств. Проведенные МВФ исследования показывают, что одновременные реформы на рынках труда и продукции могут в наибольшей степени помочь повысить потенциальный рост, хотя приоритеты реформ и их оптимальная структура будут широко различаться между странами. В частности, меры для повышения производительности в сфере услуг в Германии, например путем усиления конкуренции и увеличения государственных инвестиций в энергетическую и транспортную промышленности, могут помочь повысить инвестиции, доходы и внутренний спрос, в то время как дальнейшее усиление гибкости рынка труда в Испании может обеспечить экономическую корректировку в этой стране. Что касается других регионов, то многие из балканских стран,

Рисунок 3

Неудачная синхронность

Кризис сильно сказался на ВВП и доходах, что объясняет значительную часть безработицы в Европе.

(Уровень реального ВВП, индекс, III кв. 2008 г. = 100)



Источники: Haver Analytics и расчеты персонала МВФ.

Примечание. Центр еврозоны: Бельгия, Германия, Нидерланды и Франция. Отдельные другие страны еврозоны: Греция, Ирландия, Испания, Италия и Португалия. Страны Европы с формирующимся рынком: Болгария, Венгрия, Латвия, Литва, Польша, Румыния, Украина, Хорватия и Чешская Республика. Из-за отсутствия данных Ирландия и Люксембург не принимались во внимание при расчетах среднего значения за третий квартал 2013 года. Все агрегаты представляют собой простые средние значения.



Рабочий на строительстве здания в Афинах (Греция).

которые не являются членами Европейского союза (Албания, Босния и Герцеговина, Косово, Македония, Сербия и Черногория), должны решить укоренившиеся проблемы, связанные с отложенным переходным процессом, неблагоприятным инвестиционным климатом и, как следствие, низким притоком прямых иностранных инвестиций.

Ключом к успеху служат комплексные реформы: частичное решение проблем может в действительности ухудшить ситуацию. Об этом свидетельствуют последние два десятилетия разрозненных реформ на рынке труда во многих европейских странах. Хотя рынки труда в среднем стали более гибкими, реформы во многих случаях были частичными и асимметричными: например, уменьшение ограничений на увольнение временных, но не всех категорий работников. В частности, это часто приводило к фрагментации (или «раздвоению») рынков труда: условия на них сильно различались для работников с постоянными и краткосрочными трудовыми соглашениями. Двойственные рынки труда в сочетании с негибкостью заработной платы, особенно в нижней части спектра, могут означать, что фирмы, сталкиваясь с необходимостью уменьшать затраты, будут вынуждены сокращать работников, если не удастся скорректировать заработную плату. Незащищенные группы, такие как низкоквалифицированные работники и молодежь, как правило, страдают больше всего: в некоторых странах Европы это вызывает катастрофический рост безработицы среди молодежи. Как отмечалось ранее, это может иметь тяжелые социальные и экономические последствия.

Используя перемены

Устранение структурных недостатков может также помочь странам извлечь большую выгоду из динамики экспорта, создаваемой глобальными цепочками поставок. Значение таких связей растет, поскольку фирмы все шире разукрупняют свои производственные процессы и организуют свою деятельность там, где они могут найти надлежащую рабочую силу и факторы производства. Пример некоторых восточноевропейских стран, таких как Чешская Республика и Словакия, показывает, что некоторые из реформ, которые помогают экономике расти, усиливают также ее конкурентоспособность и способность привлекать иностранные инвестиции в более высокопроизводительные экспортные сектора, что, в свою очередь, создает преимущества для экономики в целом. Данная динамика может служить объяснением падения безработицы в Словакии перед кризисом. В числе прочего возросшая интеграция цепочек поставок может помочь преодолеть наблюдавшиеся перед

кризисом растущие различия в состоянии счетов текущих операций стран еврозоны. Действительно, текущее уменьшение дефицита счета текущих операций в странах, которые особенно сильно пострадали от кризиса, было в значительной степени вызвано самим кризисом: когда нет рабочих мест и экономического роста, расходы на отечественные и импортные товары и услуги обычно являются низкими. Намного лучше было бы, чтобы эти дисбалансы были урегулированы посредством более быстрого роста экспорта вместо падения импорта и уровня жизни.

Повышение занятости и экономического роста в Европе является трудной задачей. Имеются воодушевляющие признаки того, что худшее может быть позади, но последствия кризиса будут ощущаться еще некоторое время, а задачи, которые он поставил перед разработчиками политики, являются огромными. Положительной новостью является то, что имеется дорожная карта, позволяющая проложить курс к полному восстановлению экономики

В краткосрочной перспективе меры политики для усиления спроса на товары и услуги, особенно адаптивной денежно-кредитной политики, могут помочь защитить экономический подъем, а завершение строительства институциональной инфраструктуры еврозоны (особенно в плане создания полноценного банковского союза) уменьшит неопределенность и опасность будущих кризисов. Имеются также варианты преодоления, при необходимости, нанесенного кризисом урона для балансов активов и обязательств домохозяйств и фирм, а детальная реформа может устранить структурные препятствия росту объемов производства и занятости в долгосрочной перспективе.

Ни одна из этих задач не является простой, но настало время правительствам обеспечить, чтобы большее число европейцев могло наконец-то вернуться к работе. ■

Хельге Бергер является советником, а Мартин Шиндлер — старшим экономистом Европейского департамента МВФ.

Данная статья основана на результатах исследований, краткое изложение которых приводится в новой книге Европейского департамента МВФ «Jobs and Growth: Supporting the Recovery» («Рабочие места и экономический рост — поддержание экономического подъема»).

Литература:

Международный Валютный Фонд (МВФ), 2014 год, «Бюллетень перспектив развития мировой экономики» (Вашингтон, январь).

«Озеленение» ЕВРОПЫ

Континент поставил перед собой далеко идущие цели по сокращению выбросов углекислого газа

Ласло Варро

В О второй половине дня в холодную и темную погоду в январе 2013 года буря, начавшаяся в Северном море, добралась до Соединенного Королевства. Ветряные турбины крутились все быстрее и быстрее, вырабатывая все больше энергии, — а затем внезапно остановились, когда скорость ветра достигла уровня, при котором системы безопасности останавливают производство. В результате выход энергии изменился за несколько часов с теоретически максимально до нулевого.

Но никто этого не заметил. Не было заголовков о том, что Лондон остался в темноте. Система отреагировала, как и было задумано, — сначала уменьшив, а затем быстро увеличив производство электроэнергии с использованием газа.

Этот плавный переход с одного источника энергии на другой позволил не только не остаться в темноте. Он также дал представление о том, каким видят директивные органы энергетическое будущее Европы с меньшим объемом выбросов углерода. Это буду-

щее является многообещающим, однако на пути к нему

есть и «выбоины»: континент стремится сократить свои выбросы углерода к 2050 году до уровня, который будет на 80-95 процентов ниже их уровня в 1990 году. Это значит, что источником 80 или более процентов электроэнергии, производимой в Европейском союзе, должны стать ветровая, солнечная и другие неуглеродные источники энергии. Промежуточная цель, предложенная в январе 2014 года и рассматриваемая Европейской комиссией, сократит выбросы углекислого газа к 2030 году на 40 процентов по сравнению с их уровнем 1990 года.

Препятствия для «озеленения»

Цели поставлены смелые. Достигнуть их будет нелегко. По сравнению с США и Китаем, в Европе уже низок уровень выбросов углерода. Это исключает легкие решения задачи по сокращению его выбросов.

В США на уголь приходится более 40 процентов производства электроэнергии; в Китае — более 75 процентов. Простая замена угля природным газом, при сжигании которого образуется намного меньше загрязняющих веществ,

в любой из этих стран значительно сократит выбросы углерода (хотя Китай все еще наращивает мощности, работающие на угле, в гораздо большем объеме, чем из других источников).

Но в Европе на уголь приходится всего лишь примерно 28 процентов производства электроэнергии, тогда как 38 процентов дают ядерная и гидроэнергия, а ни та, ни другая не выделяют углерод. Так что замена газом не очень-то поможет в сокращении выбросов углерода в Европе. Даже если полностью заменить угольные электростанции в Европе газовыми, сектор электроэнергетики будет выделять углекислый газ, объем которого будет более чем в два раза превышать целевой показатель ЕС.

Это значит, что смелые задачи по сокращению выбросов можно решить только при масштабном распространении низкоуглеродных источников энергии. И делать это придется в то время, когда Европа заменяет атомные мощности, установленные в 1960-х и 1970-х годах. При проблематичном будущем ядерной энергетики в Европе значительная часть инвестиций, необходимых для достижения цели по углероду, должна направляться на возобновляемые источники, такие как ветровая и солнечная энергия, развитие которых субсидируют правительства европейских стран.

Но солнце не светит каждый день. А в другие дни не дует ветер. Или, как в Англии в 2013 году, иногда ветер дует слишком сильно. Основные географические факты — изменчивость ветра и солнечного света — не изменятся. Здесь сыграет свою роль газ: оказывая содействие безопасной и эффективной с точки зрения затрат эксплуатации европейской электроэнергетической системы, которая все в большей мере опирается на возобновляемые ресурсы, Европа должна разработать энергетическую политику, которая углубит интеграцию рынков электроэнергии, работы и регулирования системы. И, как подсказывает лондонский инцидент, система электроснабжения будет опираться на рачительное использование природного газа, чтобы обеспечивать электроэнергию, когда этого не могут сделать возобновляемые источники.

Накопление ноу-хау

В прошлом десятилетии накоплен внушительный объем ноу-хау в сфере эксплуатации электроэнергетических систем со значительной долей возобновляемой энергии. В некоторых странах Европы в настоящее время производство ветровой и солнечной энергии в несколько раз превышает исходные прогнозы. Возможно, это углубление знаний на уровне системы не менее важно, чем чисто технический прогресс в производстве ветровой и солнечной энергии.

Для достижения этих смелых целей директивные органы должны сделать следующее.

Завершить создание единого рынка энергоресурсов в Европейском союзе. Несмотря на официальные заявления в поддержку единого рынка, многие страны все еще стремятся к энергетической независимости, направленной против





эволюции объединенного рынка, который позволит электро-энергии, произведенной с использованием солнечной энергии в Германии, питать электрические обогреватели в Париже, как это произошло во время холодов в 2012 году.

Создать рациональный рынок природного газа. Газ должен быть резервным топливом, к которому предприятия электроэнергетики обращались бы для производства энергии при сбоях возобновляемых источников энергии. Даже при самых оптимистических допущениях в ближайшие десятилетия традиционные электростанции останутся необходимыми для обеспечения электроснабжения. Даже в отсутствие политических ограничений на использование атомных станций, они слишком дорого стоят для того, чтобы использоваться в качестве производственного резерва. Выбросы при использовании угля вдвое превышают выбросы в случае газа. Так что природный газ остается альтернативой с самым низким содержанием углерода.

Современная газотурбина может перейти от нулевого уровня к производству миллиона лошадиных сил за один час и вновь возвратиться к простоям — по мере необходимости — с поразительной эффективностью. Одна станция в состоянии служить гибким резервом для 600 крупных ветряных турбин. По оценкам Международного энергетического агентства, в очищенной от углерода энергосистеме ЕС значительные газовые мощности региона будут использоваться в среднем только 3,5 часа в день, чтобы приходить на смену солнечным и ветровым вариантам во время их простоев или колебаний спроса из-за погоды. Иногда газотурбины будут бездействовать несколько дней; иногда им придется переходить от бездействия к работе на полную мощность и обратно к бездействию несколько раз в день. Но они используются по-другому на газовых электростанциях в системе, в которой господствует традиционная энергия, где они обычно работают от 10 до 12 часов в день и сокращают производство или выключаются ночью. Рецессия в зоне евро снизила спрос на энергию и ускорила переход к низкому и изменчивому уровню ее использования в Европе, но структура рынка электроэнергии отстала от эволюции, что вызвало беспокойство по поводу скованных инвестиций. Европа должна переосмыслить структуру рынков электроэнергии и построить гибкую газовую инфраструктуру, способную справиться с резкими колебаниями спроса и имеющую возможности для почти мгновенного хранения и отправки газа. Ей также необходимы эффективные, ликвидные спотовые рынки, на которых электростанции могут оперативно покупать газ. Ей нужны новые линии передач и надежные источники дорогого топлива, и она должна разрабатывать источники, когда может гарантировать производителям газа только изменчивый спрос, зависящий от капризов производства электричества с использованием энергии ветра и солнечной энергии и изменений в использовании энергии потребителями.

Повысить эффективность затрат производства энергии из возобновляемых источников. Развитие возобновляемых источников энергии субсидируется правительствами стран Европы, исходящими из допущения о том, что они являются зарождающейся промышленностью, которая нуждается в помощи для достижения экономии за счет масштабов на уровне своих конкурентов. Но в некоторых случаях чрезмерные субсидии привели к искусственно раздутым инвестициям — например, в панели солнечных батарей. В других случаях энергетическая политика не в полной мере учитывала географические условия и развитие технологии. В силу различий между субсидиями возобновляемых источников энергии в разных странах и в зависимости от используемой технологии, один и тот же товар имеет более 3000 разных субсидированных цен, что вносит искажения в инвестиции. Ветроэнергостанции и солнечные электростанции часто строятся там, где предоставляются выгодные субсидии, а не там, где бывают сильные ветры или

обилие солнечного света, и эффективное с точки зрения затрат подключение к инфраструктуре.

Пересмотреть структуру рынков электроэнергии. В некоторых странах Европы производство ветровой и солнечной энергии в несколько раз превысило первоначальные прогнозы, а затраты на технологию снизились — и то, и другое относится к положительным моментам. Но нет «волшебной палочки», которая позволила бы справиться с вытекающей нестабильностью производства. В течение столетия электроэнергетика планировалась со стороны предложения: потребители используют все, что они хотят и когда хотят, а система удовлетворяет спрос. Такой подход неэффективен даже в традиционной системе и непозволителен в системе, полагающейся на ветровую и солнечную энергию.

Европа могла бы в большей степени использовать подходы со стороны спроса. Убедить миллион потребителей меньше пользоваться установками для кондиционирования воздуха дает такой же результат, что и резервная электростанция стоимостью в миллиард долларов. Такой подход способствовал безопасной эксплуатации системы электроснабжения в Японии после утраты атомной энергетики. Другой подход заключается в плавной интеграции рынков электроэнергии с более ликвидной торговлей электроэнергией на всем континенте, которая будет использовать тот факт, что пик спроса на нее варьируется от страны к стране. Общий пик спроса в Европе на 30 гигаватт меньше суммы пиков спроса в отдельных странах в разное время, составляя эквивалент потребности в электричестве средней страны. В Северной Европе пик спроса приходится на зиму, в Южной Европе — на лето. Потоки между Севером и Югом могут значительно повысить эффективность.

Медленный прогресс

Но система передачи электроэнергии в Европе еще далека от готовности работать на интегрированной основе и поддерживать рынок энергии с низким содержанием углерода. Прогресс в наращивании мощностей передачи энергии шел медленно потому что фактически каждая новая линия электропередачи сталкивается с сильным сопротивлением местных жителей. Несмотря на возможности преодоления некоторых препятствий, пропускная способность линии электропередач останется дефицитным ресурсом. Кроме того, она все еще организована на уровне стран. Потоки электроэнергии должны быть в состоянии без труда пересекать национальные границы в Европе. При значительно более мощной сети электропередач, связывающей разные регионы Европы, и предоставлении интегрированным рынкам возможности реагировать на изменения погоды в реальном режиме времени производство ветровой и солнечной энергии в Европе может увеличиться в четыре раза, считывая более 100 000 новых ветровых турбин и полмиллиарда панелей солнечных батарей.

Это низкоуглеродное будущее будет характеризоваться «более высоким ценником», но насколько дороже оно обойдется, зависит от того, сделает ли Европа уже сейчас шаги по преобразованию своего энергетического ландшафта, приняв меры политики по поддержке природного газа, как «запасного» топлива, снижая при этом стоимость использования возобновляемых энергоресурсов и совершенствуя как перевозки газа, так и передачу электроэнергии, и устраняя национальные барьеры. Конечно же, она может и отсрочить действия, что, пожалуй, обойдется дороже всего. ■

Ласло Варро возглавляет отдел газа, угля и рынка электроэнергии в Международном энергетическом агентстве.



Держать МЯЧ ПОД КОНТРОЛЕМ

Успехи европейского футбола можно частично объяснить либерализацией на рынке игроков. Но чего следует ждать в будущем?

Стефан Шимански

ЧЕМПИОНАТ мира по футболу будет самым важным спортивным событием 2014 года и, вполне вероятно, на многие месяцы заполнит жизнь болельщиков и станет центральной темой новостных сообщений. А для кого-то из игроков он явится поворотным этапом в карьере.

В первую очередь в центре внимания будут такие уже состоявшиеся звезды футбола, как аргентинец Лионель Месси и португалец Криштиану Роналду, и вопрос о том, будет ли их игра за сборную столь же результативной, как игра за клуб («Барселона» и «Реал Мадрид», соответственно).

Чемпионат мира также приведет к появлению еще нескольких новых игроков-миллионеров: те футболисты, которые играют сейчас за малоизвестные клубы в таких странах, как Коста-Рика, Хорватия, Греция или Япония, смогут по результатам своей звездной игры в Бразилии заключить выгоднейшие контракты с такими мега-клубами как мюнхенская «Бавария» или «Манчестер Юнайтед». Практически каждый игрок будет стремиться завоевать право играть на высочайшем уровне в Европе.

Благодаря кардинальным изменениям в системе регулирования и наличию еще ряда факторов за последние два десятилетия международная мобильность игроков на европейском футбольном рынке заметно возросла. На сегодняшний день доля футболистов из других стран, играющих за европейские клубы (более трети от общей численности), намного превышает долю иностранной рабочей силы в целом на европейском рынке, где иностранцы составляют всего семь процентов от общего числа трудовых ресурсов (Besson, Poli, and Ravenel, 2008, European Commission, 2012). Эта интернационализация является одним из ключевых факторов успеха европейского футбола.

Первые шаги

Футбол как организованный спорт возник в Англии в 1863 году, после чего игра быстро распространилась по всем остальным странам Европы. Это было одним из первых проявлений глобализации, и с 1930 года начали проводиться чемпионаты мира. На сегодняшний день Международная федерация футбола (ФИФА), всемирный руководящий орган этого вида спорта, насчитывает в своих рядах больше государств, чем Организация Объединенных Наций.

Но хотя в футбол играют во всем мире, все же самые знаменитые команды и крупнейшие рынки для талантливых игроков находятся в Европе. Согласно результатам опубликованного в 2006 году статистического обследования ФИФА «Большой счет» в мире насчитывается порядка 113 000 профессиональных футболистов, из которых 60 000 относятся к Союзу европейских футбольных ассоциаций (УЕФА), организации, управляющей футболом в Европе (Kunz, 2007). По подсчету УЕФА, общий доход европейского футбола в 2011 году составил 16 млрд евро, из которых 6,9 млрд евро было выплачено в виде зарплат. Европейский футбол можно назвать успешным благодаря тому,

что там находятся самые именитые клубы, лучшие национальные сборные (только Бразилию и Аргентину можно поставить в один ряд с такими европейскими государствами как Германия, Италия, Нидерланды, Испания) и крупнейшие национальные лиги, а также проходят самые популярные турниры.

В поддержании европейского лидерства существенную роль сыграла и мобильность трудовых ресурсов. На первых порах игроки, привлеченные более выгодными предложениями, зачастую могли покинуть свой клуб, не дожидаясь окончания сезона. В ответ на это клубы объединились и ввели систему трансферов, согласно которой каждый профессиональный футболист должен был зарегистрироваться в каком-то клубе. Клуб выступал собственником регистрации, и игрок не мог начать играть за другой клуб до осуществления трансфера. На начальном этапе клуб обладал правом бессрочного владения регистрацией, если только не принималось решение о ее продаже, что, по сути, привязывало игрока к данному конкретному клубу. Такая система в целом позволяла сохранять зарплату игроков на низком уровне. В 1960-х годах игроки стали приобретать больше прав, например они уже могли переходить в другой клуб по истечении срока действия контракта.

Начиная с 1950-х годов международная миграция игроков стала важной частью футбольной жизни. Аргентинец Альфредо Ди Стефано и венгр Ференц Пушкаш составляли костяк великого «Реал Мадрида» той поры, и в 1960-х годах испанские и итальянские команды стремились привлечь лучших игроков Европы и Южной Америки. Но до 1990-х годов переходы игроков происходили в основном в пределах одной страны.

Возросшая конкуренция в области телетрансляций вследствие развития кабельных и спутниковых технологий в 1980-е годы привела к значительному росту спроса на спортивные материалы и к формированию мировой аудитории для национальных футбольных лиг. Более высокий уровень конкуренции привел и к повышению спроса на талантливых игроков из других стран. В 1992 году лишь девять иностранных легионеров играли в Английской премьер-лиге, а к 2013 году их число достигло 290, что составило две трети всех футболистов. Хотя для остальных европейских лиг эти показатели несколько скромнее, отметим, что в Германии доля иностранных футболистов составляет около 50 процентов, а в Испании — порядка 40 процентов.

Дело Босмана

Либерализация регулирования в значительной степени способствовала диверсификации на европейском футбольном рынке труда. Будучи частными ассоциациями, спортивные организации обладают значительной свободой устанавливать свои правила и нормы без какого-либо вмешательства со стороны государства. Но ограничительные трудовые контракты могли вступать в противоречие с правовой системой, как это произошло в случае с эпохальным «делом Босмана».



Речь идет о бельгийском футболисте Жане-Марке Босмане, который играл за бельгийский клуб «Льеж», но после истечения контракта с этим клубом хотел уйти из него, воспользовавшись предложением французского «Джонкерка». «Джонкерк» предложил выплатить трансферную комиссию за регистрацию игрока, которая согласно действующим на тот момент правилам все еще принадлежала «Льежу». «Льеж» посчитал предложенную цену слишком низкой, и Босман так и не смог перейти в другой клуб. Футболист обратился в суд, и дело дошло до Европейского суда. В 1995 году суд постановил, что правила действующей системы трансферов идут вразрез с принятым Европейским союзом законодательством о свободе передвижения рабочей силы и что правила, налагающие лимит на количество иностранных игроков, также противоречат закону (European Court of Justice, 1995). Это постановление суда было широко воспринято как способствующее резкому увеличению трансграничной миграции игроков.

В итоге, по результатам переговоров с Европейской комиссией, правила, регулирующие трансферы, подверглись значительному пересмотру. С тех пор выплата трансферного сбора распространяется только на футболистов с действующим контрактом, за исключением игроков моложе 23 лет (в качестве компенсации за подготовку игрока). Клубы, участвующие в турнирах под эгидой УЕФА, должны выпускать на поле минимум восемь «доморожденных» игроков: не менее четырех игроков, воспитанных клубом, и еще четырех из национальной ассоциации.

На тот момент многие эксперты предсказывали, что «правило Босмана» положит конец рынку трансферов, а вместе с тем и экономической жизнеспособности менее известных клубов. Ни одному из этих предсказаний не суждено было сбыться. Устанавливались все новые и новые рекорды по суммам сделки — в последний раз в 2013 году, когда Гарет Бэйл, у которого до истечения контракта с «Тоттенхэмом» оставалось еще три года, перешел в мадридский «Реал», заплативший за него 100 млн евро. Многие клубы оказываются в сложной финансовой ситуации, но так в футболе было всегда, и все же клубы редко уходят с этого рынка. Их финансовые потери зачастую компенсируют «благотетели», очень состоятельные люди, которые хотят значительно повысить свой престиж за счет владения футбольным клубом.

Эффективность рынка труда

При всем очевидном успехе европейского футбола с его гибким рынком труда оценить его экономическую эффективность не так-то просто. За последние 20 лет в двух высших дивизионах английского футбола в среднем наблюдалась тесная корреляция между затратами на зарплату игрокам и успехом команды (см. рисунок). Есть много оснований полагать, что эта связь носит причинный характер: соглашения о покупке и продаже игроков широко распространены и заключаются открыто, характеристики игроков хорошо известны и являются объектом регулярного наблюдения; более талантливые футболисты выигрывают больше матчей, а команды-победительницы зарабатывают больше денег. В некоторых отношениях футбольный рынок труда является рынком совершенной конкуренции.

Обратная зависимость представляется маловероятной: хотя в случае выигрыша команды игроки могут получить причитающиеся им по контракту бонусы, едва ли успешный клуб раскошелится на повышение зарплат только благодаря наличию такой возможности, ведь большинство клубов стремится инвестировать в будущий успех и не прочь выставить на продажу игрока, который, по их мнению, перестал быть результативным. Более сложные модели, призванные учесть потенциальные эффекты обратной связи, в основном подтверждают гипотезу о том, что причинно-следственная связь идет от размера зарплаты к успеху (Peeters and Szymanski, готовится к печати). Кроме того, указанная здесь взаимосвязь для английского футбола также наблюдается в других лигах, в частности, в Испании, Италии и Франции.

Поддержание интереса болельщиков

Данные показывают, что в среднем игроков на рынке оценивают рационально в том смысле, что они получают зарплату пропорционально результативности команды. Однако не столь ясно, идет ли этот результат на пользу европейскому футболу в целом.

С точки зрения экономики, игроки должны переходить в команды, где они могут принести максимальный

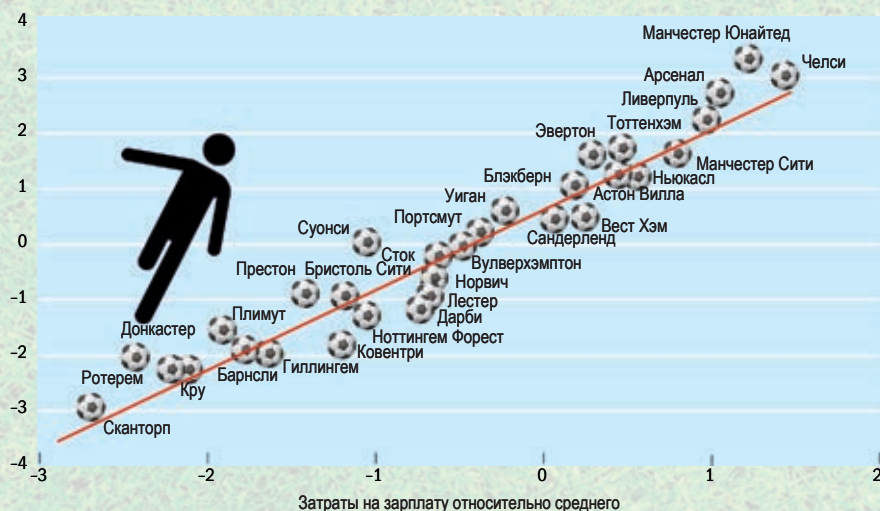


Самый высокооплачиваемый футболист в мире португалец Криштиану Роналду.

За что заплатили, то и получили

Футбольные команды с самыми высокими зарплатами, как правило, выигрывают больше матчей.

(Среднее положение в лиге)



Источник: сайт Регистрационной палаты Соединенного Королевства (<http://www.companieshouse.gov.uk>).

Примечание. На графике представлены расходы на зарплаты игрокам в период с 2003 по 2012 год по выборке из клубов, входящих в состав двух высших дивизионов английского футбола (Премьер-лига и Чемпионат Футбольной лиги). Данные взяты из финансовых отчетов клубов.

«добавочный доход», то есть туда, где они могут сделать наибольший вклад в успех команды. Очевидно, что максимальное влияние победы на уровень дохода наблюдается в небольшом числе клубов, которые традиционно занимают лидирующие позиции в национальных лигах, однако, по мнению многих экономистов, постоянное лидерство горстки клубов в лиге не является эффективным.

Они считают, что для повышения привлекательности той или иной лиги необходимо поддержание некоего «конкурентного баланса», в противном случае исчезнет неопределенность исхода игры, что означает потерю интереса со стороны болельщиков даже к успешным командам. Какой смысл смотреть матч, если счет заранее известен? Наличие преуспевающих команд, если их превосходство слишком велико, приведет к потере интереса к турнирам (см. Rottenberg, 1956). Лига должна поддерживать такой конкурентный баланс за счет перераспределения ресурсов.

Если рассматривать ситуацию с точки зрения рынка труда, получается, что доминирующие клубы заинтересованы в чрезмерном инвестировании в элитных игроков в противовес насущным интересам лиги и болельщиков, тогда как менее именитые клубы предпочитают инвестировать меньше, чем требуется. В результате распределение игроков на рынке, не связанном какими-либо ограничениями, является общественно неэффективным: крупные клубы слишком сильны, а небольшие клубы слишком слабы. США всерьез взялись за решение этой проблемы, в результате чего профессиональные спортивные лиги ввели широкий спектр механизмов для уравнивания условий конкуренции.

Так, Национальная футбольная лига (НФЛ), являющаяся самой прибыльной спортивной лигой в мире, отчисляет команде гостей сорок процентов дохода от продажи билетов, а весь доход от трансляций матчей и торговли распределяется поровну между 32 командами, входящими в состав лиги. Лимит на зарплату ограничивает объемы средств, которые команда может потратить на игроков, а зарплатный минимум определяет нижнюю границу выплат, при этом система драфта дает команде, замыкающей таблицу чемпионата, право первого выбора новых талантливых спортсменов. Все эти меры призваны уравновесить шансы команд в конкурентной борьбе, и НФЛ гордится тем, что, как она утверждает, «каждое воскресенье может принести победу

любой команде лиги». Здесь наблюдается почти полное отсутствие связи между расходами на зарплаты и результативностью команды, поскольку разброс в зарплатах практически сведен к нулю.

Доводы в пользу систем по образцу НФЛ выглядят удивительно неоднозначными, если учесть, что крайне несбалансированная европейская система продолжает порождать высокий интерес со стороны болельщиков (Borland and MacDonald, 2003). Однако правила, вводимые для достижения конкурентного баланса, имеют тенденцию к ограничению размера зарплат и снижению мобильности. Система драфтов, принятая в НФЛ, дает эксклюзивные права на заключение сделки какой-то одной команде, а игроков, только что вступивших в лигу, связывают условия четырехлетнего контракта. Если игрок проявит себя куда лучше ожидаемого, у него немного шансов на заключение более выгодного контракта до истечения

этого периода. Такой режим был оговорен с профсоюзом игроков, который в обмен на это добился заключения соглашений о минимальных условиях контрактов. Подобного рода ограничения обеспечивают командам НФЛ прибыль, а игрокам гарантии. Что касается Европы, то здесь, напротив, команды по большей части не имеют прибыли, а футбольный профсоюз FIFPRO утверждает, что многие футболисты получают зарплату либо с опозданием, либо не полностью.

В этом году мы ожидаем, что в Европе вступит в силу новая система финансового регулирования под названием «Честная финансовая игра» (Financial Fair Play), которая с одной стороны призвана заставить клубы исполнять свои обязательства по контракту, а с другой стороны ограничить расходы на зарплаты игрокам. В случае полномасштабной реализации эта система приведет к ограничению мобильности игроков и повышению прибыльности клубов. Вопрос о том, положит ли она начало тенденции к реорганизации лиг по американской модели, пока остается открытым. ■

Стефан Шимански — профессор фонда Стивена Галетти в Мичиганском университете по вопросам спортивного менеджмента.

Литература:

- Besson, Roger, Raffaele Poli, and Loïc Ravenel, 2008, Demographic Study of Footballers in Europe, *International Center for Sports Studies report* (Neuchâtel, Switzerland).
- Borland, Jeff, and Robert MacDonald, 2003, "Demand for Sport," *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 19, No. 4, pp. 478–502.
- European Commission, Eurostat, 2012, *European Union Labour Force Survey—Annual Results 2012* (Luxembourg).
- European Court of Justice, 1995, Case No. C-415/93, Report p. I-04921 (Luxembourg).
- Kunz, Matthias, 2007, "265 Million Playing Football," *Big Count Survey*, FIFA Magazine, July.
- Peeters, Thomas, and Stefan Szymanski, forthcoming, "Financial Fair Play in European football," *Economic Policy*.
- Rottenberg, Simon, 1956, "The Baseball Players' Labor Market," *Journal of Political Economy*, Vol. 64, No. 3, pp. 242–58.



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 2015–2016 program begins in July of 2015. Applications are due by January 5, 2015.

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

Вам нравится то, что вы читаете?



Тогда нажмите на кнопку «Нравится»
на нашей странице в Фейсбуке!

www.facebook.com/financeanddevelopment

Шок зрелости

Старение в странах с развитой экономикой может привести к снижению эффективности денежно-кредитной политики

Патрик Имам

МИР переживает небывалый демографический сдвиг. Население стареет, особенно в странах с развитой экономикой. Влияние стареющего населения на государственные расходы и налоговую (то есть фискальную) политику изучалось достаточно широко, и, по общему мнению, более высокие налоги в сочетании со снижением пенсионных пособий и более продолжительной трудовой деятельностью до выхода на пенсию необходимы для уменьшения налогово-бюджетного бремени, которое создает стареющее население — несмотря на огромные политические проблемы, сопряженные с подобными мерами.

Вместе с тем почти не проводилось исследований воздействия стареющего населения на денежно-кредитную политику — процесса, посредством которого центральные банки воздействуют на процентные ставки и денежную массу, чтобы способствовать стабильной инфляции, занятости и экономическому росту.

Гипотеза жизненного цикла — которая постулирует, что домашние хозяйства занимают средства преимущественно в молодом возрасте, накапливают активы и выплачивают свои ссуды до выхода на пенсию, а затем живут на пенсии за счет своих активов, — указывает на четкую связь между эффективностью денежно-кредитной политики и демографическими показателями. Одна из причин слабой изученности такой связи экономистами заключается в том, что денежно-кредитная политика обычно призвана реагировать на краткосрочные потрясения в течение короткого временного горизонта от одного до двух лет, а не на медленно меняющиеся факторы, например, демографические изменения, на которые уходят десятилетия.

Какими бы скрытыми и медленными ни были демографические изменения, мои исследования указывают на их масштабные последствия для денежно-кредитной политики в странах с развитой экономикой — в том числе и для современных нетрадиционных подходов, например, количественного смягчения, которые в последнее время применялись в этих странах. С точки зрения теории, влияние стареющего населения неоднозначно: различные каналы осуществления денежно-кредитной политики по-разному влияют на более старое население по сравнению с молодежью. В целом, однако, представляется, что стареющее общество снижает эффективность денежно-кредитной политики.

Нежданная расплата

Денежно-кредитной политике приписывалась основная роль в сдерживании и стабилизации темпов инфляции, что тем самым способствовало устойчивому экономическому росту и масштабному снижению волатильности экономического цикла, которые сохранялись в странах с развитой экономикой с середины 1980-х годов вплоть до начала мирового финансового кризиса в 2008 году. Как показывают результаты анализа, за счет ограничения инфляционных ожиданий центральные банки снижали неопределенность, которая могла осложнять инвестиционные решения и сдерживать потребление,

а также были в состоянии гибко реагировать на потрясения. После войны в Персидском заливе в 1991 году и после краха интернет-компаний в 2000 году сразу же последовала либерализация денежно-кредитной политики, призванная вновь активизировать экономическую деятельность. Такая быстрая реакция стала возможной из-за низкого уровня инфляционных ожиданий.

Вместе с тем вера в эффективность денежно-кредитной политики была опрокинута после мирового финансового кризиса 2008 года. С самого начала кризиса центральным банкам оказалось сложно поддерживать рост и цены — как в Японии, так и в США или в Европе. И в настоящее время появляется все больше фактов, свидетельствующих о том, что на протяжении приблизительно 25 лет так называемой «Великой умеренности», которая предшествовала кризису, денежно-кредитная политика была не такой всецельной, как это представлялось.

Такие новые данные показывают, что с середины 1980-х годов денежно-кредитная политика оказывала ограниченное и все более сокращающееся влияние на такие переменные, как занятость и инфляция. Снижение эффективности — оцениваемое по воздействию изменений процентной ставки на уровень безработицы и инфляцию — обычно относят на счет более жестко контролируемой инфляции и ожиданий в отношении объема производства, то есть факторов, которые в меньшей степени подвержены влиянию изменений процентной ставки (см. Boivin, Kiley, and Mishkin, 2010). Инфляция обычно в меньшей степени чувствительна к изменениям цикла безработица-разрыв между фактическим и потенциальным объемом производства (разница между тем, что экономика в состоянии произвести при полной занятости и что она фактически производит), если инфляционные ожидания остаются под жестким контролем целевого показателя центрального банка, в том числе в периоды глубокой рецессии, например, во время последнего мирового финансового кризиса (см. IMF, 2013). Многие экономисты отмечают, что такие факторы объясняют, почему беспрецедентная экспансия денежно-кредитной политики с 2008 года не оказала более ощутимого воздействия на инфляцию или объем производства.

Специалисты предложили два основных объяснения ослаблению эффектов воздействия денежно-кредитной политики.

Структурные преобразования экономики, в частности, на кредитном рынке. Некоторые аналитики утверждают, что институциональные изменения на кредитном рынке объясняют снижение эффективности денежно-кредитной политики. Они отмечают, что за последние несколько десятилетий были ослаблены нормативно-правовые ограничения и проведена либерализация кредитного рынка. Новые формы кредитования (например, секьюритизация, при которой ссуды преобразуются в ценные бумаги) позволили более широкому кругу организаций предоставлять кредиты там, где действовал теневой банковский сектор (см. «Что такое теневая банковская деятельность?» в Ф&Р за июнь 2013 года). Теневые банки, к которым



могли относиться такие структуры, как инвестиционные и страховые компании, обеспечивали упрощенный доступ к кредитам, а также предлагали более широкие возможности кредитования тем, кто раньше сталкивался с препятствиями в этой сфере, — в первую очередь это лица с более низкими доходами. Подобные изменения должны, в принципе, повышать эффективность денежно-кредитной политики. Но изменения на кредитных рынках произошли одновременно с повышением роли баланса домашних хозяйств, особенно стоимости жилья, в решениях, касающихся потребления. Потребители обнаружили, что путем рефинансирования ипотечных ссуд можно получить доступ к накопленному в жилье капиталу. Это означало, что стандартные потребительские ссудные и процентные ставки стали менее важны, а это, в свою очередь, снизило роль кредитного канала и, как следствие, чувствительность экономической активности к изменениям денежно-кредитной политики.

Изменения направлений воздействия денежно-кредитной политики на ожидания участников экономической деятельности, например, предприятий и потребителей. Некоторые экономисты также утверждают, что центральные банки — по причине высокого уровня доверия к ним — все чаще действуют, «оперируя словами», то есть регулируют ожидания с помощью одних только сообщений, не прибегая к изменению процентных ставок в таких масштабах, как это делалось раньше. Ожидания активной реакции денежно-кредитной политики на отклонение объема производства от потенциального уровня или на отклонения от целевого показателя инфляции обеспечили более высокую стабильность ожиданий в отношении доходов и инфляции. Это, в свою очередь, подразумевает более высокую стабильность фактических расходов и инфляции, что снижает воздействие изменений процентных ставок.

Все эти факторы важны, но они не являются единственным объяснением пониженной эффективности денежно-кредитной политики. Одним из объяснений, которое не привлекло особого внимания, является важная роль меняющихся демографических показателей в ослаблении эффективности денежно-кредитной политики в пяти ведущих странах с развитой экономикой, которые я исследовал, — в Великобритании, Германии, Канаде, США и Японии.

Демографические профили сильно различаются в зависимости от страны. В некоторых странах, например в Германии и Японии, старение происходит быстрее, чем в остальных, но ни одна из стран не свободна от проявлений этого процесса. Результатом является растущее соотношение более пожилого населения и населения трудоспособного возраста, так называемый коэффициент зависимости престарелого населения (см. рисунок). Более

того, из-за повсеместного снижения уровней рождаемости мир быстро стареет. В стареющем обществе, в соответствии с гипотезой жизненного цикла, в частности в странах с развитой экономикой, должна иметься значительная доля домашних хозяйств, которые являются кредиторами и будут менее чувствительны к изменениям процентной ставки, особенно если процентные ставки фиксированы и не меняются вместе с инфляцией, что, как правило, характерно для исследуемых стран. Напротив, в более молодом обществе должна быть более высокая доля должников с более высокой чувствительностью к изменениям процентных

Стареющий мир

Некоторые общества стареют быстрее других, но ни одно из них не избежало воздействия меняющихся демографических показателей, что стало причиной растущего отношения престарелого населения к трудоспособному.

(Коэффициент зависимости престарелого населения, проценты)



Источник: Организация Объединенных Наций.

Примечание. Коэффициент зависимости престарелого населения равняется численности населения старше 65 лет, поделенной на численность населения в возрасте от 15 до 65 лет. Для периодов после 2010 года даны оценки. К более развитым регионам относятся Австралия, Европа, Канада, Новая Зеландия, США и Япония. К менее развитым регионам относятся все страны Африки, Азии (кроме Японии), Латинской Америки и Карибского бассейна, а также Меланезия, Микронезия и Полинезия, кроме наименее развитых стран. К категории наименее развитых относятся 49 стран: Ангола, Афганистан, Бангладеш, Бенин, Буркина-Фасо, Бурунди, Бутан, Вануату, Гаити, Гамбия, Гвинея, Гвинея-Бисау, Демократическая Республика Конго, Джибути, Замбия, Йемен, Камбоджа, Кирибати, Коморские Острова, Лаосская Народная Демократическая Республика, Лесото, Либерия, Мавритания, Мадагаскар, Малави, Мали, Мальдивы, Мозамбик, Мьянма, Непал, Нигер, Руанда, Самоа, Сан-Томе и Принсипи, Сенегал, Соломоновы Острова, Сомали, Судан, Сьерра-Леоне, Танзания, Тимор-Лешти, Того, Тувалу, Уганда, Центральная-Африканская Республика, Чад, Экваториальная Гвинея, Эритрея, Эфиопия.

ставок, вызванных мерами денежно-кредитной политики. Иными словами, демографические показатели играют определенную роль наряду со структурными изменениями и ожиданиями в сглаживании эффекта воздействия денежно-кредитной политики на инфляцию и уровень безработицы.

Разнообразие воздействия

Денежно-кредитная политика по-разному затрагивает разные группы населения в зависимости от состава группы и канала воздействия денежно-кредитной политики (см. таблицу). Существует несколько каналов, посредством которых денежно-кредитная политика вызывает изменения в поведении за счет корректировки процентных ставок (и, в частности, их влияния на престарелых в странах с развитой экономикой), в том числе следующие:

Процентные ставки. В соответствии с гипотезой жизненного цикла физические лица приобретают активы, например, дома, акции или облигации, в течение трудовой деятельности до выхода на пенсию и продают их после выхода на пенсию. Структура сбережений и потребления домашних хозяйств соответствует хорошо известной траектории, которая с возрастом меняется. Долг растет в начале жизненного цикла, а затем начинает сокращаться (хотя в последние годы медленнее, чем в прошлом, в том числе и по причине мирового кризиса и более высокой стоимости образования и родительской опеки). Более молодые домашние хозяйства, которые обычно относятся к чистым должникам, более чувствительны к изменениям процентной ставки — особенно, если процентные ставки по жилищным ссудам оказываются наиболее изменчивыми — в то время как домашние хозяйства с более пожилыми членами, которые, как правило, не нуждаются в кредитах, менее чувствительны к данному каналу воздействия. Это означает, что в обществе, где преобладают молодые домашние хозяйства, денежно-кредитная политика будет более эффективным инструментом сдерживания или стимулирования спроса, чем в более пожилом обществе.

Кредиты. Данный канал усиливает влияние канала процентной ставки, воздействуя на так называемую премию за риск при внешнем финансировании — разницу между стоимостью использования собственных средств домашними хозяйствами или предприятиями для финансирования покупок и стоимостью привлечения внешних заимствований. У более пожилых домашних хозяйств более высокий чистый собственный капитал, чем у более молодых домашних хозяйств, и они с большей вероятностью будут опираться на собственные средства для финансирования инвестиций или потребления. В то же время пожилые люди располагают большим объемом активов,

которые могут использоваться в качестве залогового обеспечения, то есть премия за риск по заимствованиям оказывается ниже, и стоимость мобилизации внешних средств также должна быть меньше. Способность обеспечивать собственное финансирование и занимать под более низкие проценты показывает, что более пожилое общество в меньшей степени чувствительно к воздействию денежно-кредитной политики на канал кредитов. В странах с развитой экономики многие пожилые люди живут за чертой бедности, но изменения денежно-кредитной политики обычно почти не затрагивают их, поскольку они ни при каких обстоятельствах не могут получить ссуду.

Эффект богатства. Исходя из гипотезы жизненного цикла, можно ожидать, что демографические сдвиги повлияют на цены на активы. У молодых людей, как правило, немного активов, тогда как пожилые могут иметь множество активов. Если домашнее хозяйство приобрело значительные объемы активов, многие из них приносят процентный доход, а, следовательно, изменения процентных ставок влияют на доход более пожилых домашних хозяйств в большей степени, чем на хозяйства с незначительным объемом активов, приносящих процентный доход. В стареющем обществе эффект богатства, скорее всего, будет более значимым, поскольку оно обычно сосредоточено у более пожилых (по крайней мере, в странах с развитой экономикой) и, как правило, более активно инвестируется в инструменты с фиксированным доходом, чувствительные к процентным ставкам (например, банковские депозиты или облигации), а не в инструменты участия в капитале. Поэтому демографический сдвиг будет обычно способствовать росту относительного значения канала воздействия богатства, тем самым повышая эффективность денежно-кредитной политики. Но более либеральная денежно-кредитная политика со времени мирового кризиса могла привести к ослаблению денежно-кредитной политики через канал эффекта богатства. Снижение ставок вследствие более либеральной политики привело к сокращению доходов, которые могут быть получены от сбережений или аннуитетов, что может заставить более старые домашние хозяйства сберегать больше, а расходовать меньше. Вместе с тем для обоснования такого утверждения еще нет убедительных эмпирических доказательств.

Несмотря на то, что другие каналы исследованы в меньшей степени и их сложнее распознать, они также могут повлиять на передачу воздействия денежно-кредитной политики, например:

Принятие рисков. Денежно-кредитная политика влияет на восприятие рисков физическими лицами и компаниями. Данный канал влияет на принятие рисков, поощряя стремление населения к получению доходов. Как выясняется, финансовые структуры занимают больше (увеличение доли заемных средств), если процентные ставки падают, и меньше, если процентные ставки растут. У пожилых людей меньше времени на возмещение убытков, поэтому в пожилом обществе может быть больше домашних хозяйств, не склонных к риску, и уровень принятия рисков в целом будет ниже — то есть меньше инвестиций в акции и больше в облигации. Принимая во внимание менее активно действующий канал принятия рисков в стареющем обществе, эффективность денежно-кредитной политики, скорее всего, уменьшится.

Ожидания. Демографический сдвиг, скорее всего, будет оказывать несущественное воздействие на ожидания, поскольку они самым непосредственным образом основаны на доверии к центральному банку, что не должно меняться при старении общества. Вместе с тем недавний анализ на основе данных обследования показывает, что, при прочих равных условиях, по мере старения населения инфляционные ожидания растут, определяя неприятие рисков (см. Blanchflower and MacCoille, 2009). Специалисты по поведенческим финансам отмечают, что такой повышенный уровень неприятия рисков возникает из-за того, что домашние хозяйства с престарелыми членами обычно являются кредиторами, и их потери от высокой инфляции

Каналы воздействия денежно-кредитной политики

Воздействие денежно-кредитной политики может передаваться через различные каналы, и возраст населения может влиять на ее эффективность.

Канал	Молодое общество	Старое общество	Механизм
Процентная ставка	Более важно	Менее важно	Спрос на кредиты. Молодые испытывают большую потребность в кредитах, чем пожилые.
Кредит	Более важно	Менее важно	Внешняя премия за риск. Молодые испытывают большую потребность в заимствованиях из внешних источников.
Эффект богатства	Менее важно	Более важно	Распределение доходов. У молодых людей богатство невелико, тогда как более значительная его часть принадлежит пожилым, что делает их более чувствительными к изменениям денежно-кредитной политики.
Принятие рисков	Более важно	Менее важно	Неприятие рисков. Пожилые люди более склонны к уходу от рисков, в меньшей степени реагируя на изменения денежно-кредитной политики.
Ожидания	Менее важно	Более важно	Инфляционные ожидания. Пожилые люди более чувствительны к инфляции, чем молодые.

будут выше, чем у молодых домашних хозяйств, которым инфляция может даже оказаться выгодна. Поэтому на практике центральные банки, возможно, отреагируют на растущую обеспокоенность в отношении инфляции в стареющем обществе и будут уделять больше внимания стабильности цен.

Чтобы оценить результирующее влияние такого противоположного воздействия демографических изменений на эффективность денежно-кредитной политики, я провел сопоставление оценок денежно-кредитной политики каждой страны с ее демографической структурой. Анализ включал пять крупнейших стран с развитой экономикой, проводивших независимую денежно-кредитную политику в период 1963–2007 годов. Выбор 2007 года определялся стремлением избежать любых осложнений, связанных с мировым кризисом. Сопоставляя изменения в эффективности денежно-кредитной политики с изменениями коэффициентов зависимости пожилого населения в каждой из пяти стран с целью определить, насколько старение в состоянии объяснить изменения в чувствительности процентных ставок, я проанализировал воздействие изменений денежно-кредитной политики на инфляцию и уровень безработицы. Исследование подтвердило выраженную взаимосвязь между демографическими тенденциями и эффективностью денежно-кредитной политики.

Исследование также продемонстрировало взаимосвязь между старением и более низкой эффективностью денежно-кредитной политики, которая носит долгосрочный характер и не зависит от краткосрочных факторов, например, цикла деловой активности. Было показано, что увеличение коэффициента зависимости престарелого населения на 1 процентный пункт снижает возможность воздействия денежно-кредитной политики на 0,1 процентного пункта, и ее способность влиять на уровень безработицы на 0,35 процентного пункта. Это имеет особое значение, если учесть, например, прогнозируемое в следующем десятилетии увеличение коэффициента зависимости престарелого населения в Германии на 10 пунктов. Поэтому в обществе, где преобладает пожилое население, снижение эффективности денежно-кредитной политики носит более выраженный характер.

Новые компромиссы

Проведенные исследования показывают, что демографический сдвиг отчасти объясняет, почему денежно-кредитный стимул не оказывает более глубокого воздействия. Если в обществе, где преобладают пожилые домашние хозяйства, отмечается снижение чувствительности к изменениям процентных ставок, то в стареющем обществе денежно-кредитная политика будет менее действенным инструментом. Меняющаяся демографическая ситуация означает, что директивные ставки в странах с развитой экономикой в течение очень долгого времени будут оставаться на низком уровне (при условии что, например, стоимость активов не упадет до такого уровня, что молодые домашние хозяйства будут ощущать себя богаче по сравнению с пенсионерами). В обществе, переживающем демографический сдвиг в направлении старения, возникнут новые компромиссы, которые, вероятно, будут определять изменение функций денежно-кредитной политики, с тем чтобы обеспечивать такой же уровень воздействия.

Во-первых, скорее всего, изменится относительное предпочтение инфляции по сравнению со стабилизацией объема производства, поскольку пожилые домашние хозяйства в среднем владеют более высокими объемами активов, а потому в большей степени подвержены убыткам из-за непредвиденной инфляции. Растущее неприятие инфляции может затем повлечь за собой снижение оптимального целевого показателя инфляции. В свою очередь, центральные банки во всем мире должны будут продумывать все аспекты таких компромиссов и могут проводить более жесткую денежно-кредитную политику, чтобы сдерживать инфляцию на низком уровне, возможно, за счет более широких колебаний объема производства. Иными словами, возможна более низкая инфляция, но также и больше спадов и подъемов.

Во-вторых, если в стареющем обществе денежно-кредитная политика менее эффективна, то для обеспечения такого же воздействия на инфляцию или уровень безработицы, как в более молодом обществе, центральным банкам придется добиваться более заметных изменений в процентной ставке, которую они используют для передачи воздействия политики. Это означает, что изменение на 25 базисных пунктов (базисный пункт равняется 1/100-й от процентного пункта), считавшееся нормой в прошлых десятилетиях, может оказаться недостаточным. (Или, к примеру, в текущих условиях в большинстве стран с развитой экономикой, где ставки уже приближаются к нулю, агрессивная политика количественного смягчения станет частью стандартного набора инструментов и будет применяться чаще.) Для повышения эффективности в стареющих обществах потребуются более активная денежно-кредитная политика наряду с более широким диапазоном процентных ставок.

В-третьих, по мере снижения эффективности денежно-кредитной политики другие меры политики, например налогообложение и расходы, начнут играть все большую роль в стабилизации экономики и финансовой системы. Так называемая макропруденциальная политика может также способствовать эффективности денежно-кредитной политики (см. «Защита системы в целом» в *Ф&Р* за март 2012 года). Макропруденциальная политика использует пруденциальные инструменты финансового регулирования — например, обязательные банковские соотношения суммы кредита и стоимости залога, требования в отношении минимального размера капитала и предписываемые уровни кассовых активов в балансе — для устранения обеспокоенности состоянием экономики в целом. Например, если канал передачи воздействия денежно-кредитной политики не функционирует, одним из способов стимулировать (или сдержать) заимствования или кредитование является изменение таких пруденциальных коэффициентов, не ставя под угрозу финансовую стабильность (см. Haldane, 2011).

В представленном в настоящей работе исследовании основное внимание уделялось странам с развитой экономикой, которые первыми испытали демографический сдвиг. Несмотря на то, что страны с формирующимся рынком и страны с низкими доходами также постепенно будут стареть, воздействие денежно-кредитной политики в этом случае, вероятно, будет отличаться от стран с развитой экономикой, поскольку богатство не настолько смещено в сторону старших поколений, а общество в целом, скорее всего, будет и в дальнейшем более чувствительно к изменениям процентных ставок. ■

Патрик Имам — старший экономист Департамента денежно-кредитных систем и рынков капитала МВФ.

В основу настоящей статьи положен подготовленный автором Рабочий документ МВФ 2013 года, 13/191, «Шок зрелости: Снижает ли демографический сдвиг эффективность денежно-кредитной политики».

Литература:

Blanchflower, David, and Conall MacCoille, 2009, “The Formation of Inflation Expectations: An Empirical Analysis for the UK,” NBER Working Paper No. 15388 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Boivin, Jean, Michael Kiley, and Frederic Mishkin, 2010, “How Has the Monetary Transmission Mechanism Evolved Over Time?” NBER Working Paper No. 15879 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Haldane, Andrew, 2011, “Risk Off” Bank of England Speech, August 18. www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2011/speech513.pdf

International Monetary Fund (IMF), 2013, “The Dog That Didn’t Bark: Has Inflation Been Muzzled or Was It Just Sleeping?” World Economic Outlook (Washington, April), Chapter 3, pp. 1–17.



ДОЛЛАР властвует — за неимением вариантов

Эсвар Прасад

После мирового финансового кризиса международные валютные механизмы стали объектом пристального внимания

НА протяжении большей части последнего столетия доллар был главной мировой резервной валютой. Его статус ведущей мировой валюты был подкреплён представлением, бытующим среди международных инвесторов, включая зарубежные центральные банки, о том, что финансовые рынки США являются безопасной территорией. По видимости, это представление обусловило значительную часть притока капитала в США, который резко вырос за последние два десятилетия. Многие считают, что это господство доллара позволило США жить не по средствам, имея значительный дефицит счета внешних текущих операций, финансируемый займами, получаемыми в других странах под низкие процентные ставки. Эта «незаслуженная привилегия», которой пользуются США, вызывает недовольство у некоторых других стран.

Более того, тот факт, что США, богатая страна, является чистым импортером капитала из стран со средним уровнем дохода, таких как Китай, теперь рассматривается как яркий пример дисбаланса в глобальных текущих операциях. Такое движение капитала «против течения», идущее вразрез с прогнозом стандартных экономических моделей о том, что капитал должен двигаться из более богатых стран в более бедные, породило призывы к реструктуризации мировой финансовой системы и пересмотру роли и относительной значимости различных резервных валют.

Мировой финансовый кризис 2008–2009 годов, последствия которого продолжают сотрясать мировую экономику, привел к росту числа предположений о вполне вероятном или даже неизбежном смещении доллара с позиций ведущей мировой валюты.

Действительно, по некоторым признакам можно было бы предположить, что статус доллара находится под угрозой. Соединенные Штаты преследуют проблемы высокого и постоянно увеличивающегося государственного долга. Валовая сумма государственного (федерального) долга выросла до

В целом, иностранные субъекты резко увеличили свои запасы финансовых активов США.

16,8 трлн долларов США (см. рис. 1), что примерно равно годовому объему товаров и услуг, производимых и предоставляемых этой страной. Активное использование Федеральным резервом (центральным банком США) нетрадиционных мер денежно-кредитной политики увеличило предложение доллара и создало риски в финансовой системе. Кроме того, политический тупик сделал процесс принятия стратегических решений в США неэффективным, а в некоторых случаях и контрпродуктивным для активизации восстановления экономики. Имеется также серьезная обеспокоенность в отношении того, что недавнее ужесточение бюджетной политики ограничило способность государства осуществлять расходы по таким статьям, как образование и инфраструктура, которые важны для долгосрочного роста производительности.

Все эти факторы должны были вызвать экономический спад в США и ускорить снижение значимости доллара. Но на деле все обстоит совсем не так. Главенствующая позиция доллара в качестве мировой резервной валюты почти не пострадала от мирового финансового кризиса. Мало того, что в течение десятилетия, предшествовавшего кризису, доля доллара в мировых валютных резервах лишь немного уменьшилась, с начала кризиса она держится на уровне примерно 62 процентов (см. рис. 2). В целом, иностранные субъекты резко увеличили свои запасы финансовых активов США. Зарубежные инвесторы сейчас владеют государственными ценными бумагами США стоимостью почти 5,6 трлн долларов (см. рис. 3), по сравнению с 1 трлн долларов в 2000 году. В частности, во время и после недавнего кризиса (с конца 2006 года) иностранные инвесторы приобрели ценные бумаги министерства финансов США на сумму 3,5 трлн долларов. На фоне увеличения объема федерального долга США иностранные инвесторы постоянно наращивают свою долю в той части этого долга, которая находится в «частном владении» (то есть не у других субъектов правительства США или Федерального резерва). Эта доля сейчас составляет 56 процентов. Таким образом, в некоторых отношениях роль доллара в качестве доминирующей резервной валюты укрепились после кризиса.

Как же это произошло вопреки всякой логике? И является ли эта ситуация устойчивой?

Стремление к безопасности

Одно из кардинальных изменений в мировой экономике последних полутора десятилетий — это возросшая роль стран с формирующимся рынком. На эти страны, и в первую очередь на Китай и Индию, приходится значительная доля роста мирового ВВП за этот период. Примечательно, что кризис не помешал этим странам обеспечивать более свободное перемещение финансового капитала через их границы. И хотя это может показаться рискованным, странам с формирующимся рынком удалось изменить состав своих внешних обязательств, перейдя от долговых к более безопасным и стабильным формам

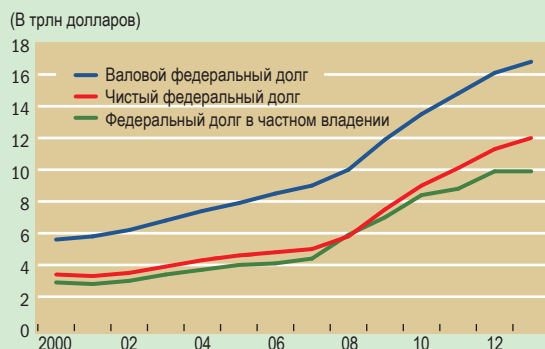
притока капитала, например, в виде прямых иностранных инвестиций. Тем не менее, хотя уязвимость этих стран к валютным кризисам снижается, они сталкиваются с новыми рисками, связанными с возрастающим притоком капитала, включая более высокую инфляцию и бум на рынке активов с последующим спадом.

Мировой финансовый кризис поколебал традиционные взгляды на то, какой объем резервов необходим экономике, чтобы защитить себя от вторичных эффектов мировых кризисов. Даже страны с большими запасами обнаружили, что во время кризиса их резервы стремительно сократились за короткое время в период кризиса, когда они старались уберечь свои валюты от обвала. Тринадцать стран, по которым я проводил исследования, потеряли от четверти до трети объема своих резервов примерно за восемь месяцев в разгар кризиса.

Рисунок 1

Резкое увеличение долга

Валовая сумма государственного долга США — примерно 16,8 трлн долларов, что примерно эквивалентно годовому ВВП этой страны.



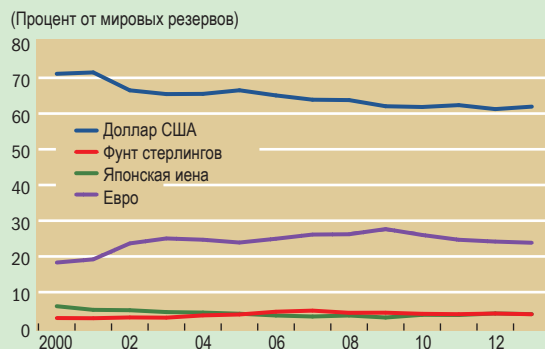
Источник: U.S. Treasury Bulletin, декабрь 2013 г., таблицы OFS-1, OFS-2 и FD-1.

Примечание. Валовой долг включает долг между органами государственного управления, в том числе в трастовых фондах социального страхования США. Чистый долг включает ценные бумаги Министерства финансов США, держателем которых является Федеральная резервная система США. Данные за 2013 год приводятся до июня включительно.

Рисунок 2

Не сдавая позиции

За последнее десятилетие ведущая роль доллара в качестве мировой резервной валюты уменьшилась лишь незначительно.



Источник: МВФ; база данных по валютной структуре официальных валютных резервов.

Примечание. Приведены только четыре крупнейшие резервные валюты.

Все большая финансовая открытость и подверженность рискам волатильности движения капитала привели к увеличению официального спроса на безопасные финансовые активы, которые, по меньшей мере, сохраняют основную сумму инвестиции и являются относительно ликвидными (то есть легко реализуемыми). Страны с формирующимся рынком получили, как никогда, сильный стимул создавать значительные валютные резервы, чтобы обезопасить себя от последствий волатильных потоков капитала. Так, с 2000 года страны с формирующимся рынком увеличили свои резервы примерно на 6,5 трлн долларов, причем примерно половина этого прироста приходится на Китай (см. рис. 4).

Кроме того, многие из этих стран, а также некоторые страны с развитой экономикой, такие как Япония и Швейцария, активно осуществляли интервенции на валютных рынках — покупали иностранную валюту, чтобы ограничить повышение стоимости своих валют и тем самым сохранить свою экспортную

конкурентоспособность. Интервенция на валютном рынке также приводит к накоплению резервов, которые необходимо хранить в виде надежных и ликвидных активов, обычно государственных облигаций. Этот вид интервенции привел к повышению спроса на безопасные активы.

Этот спрос дополнительно увеличивает реформы нормативных положений, согласно которым финансовые учреждения должны держать безопасные и ликвидные активы в качестве буфера против неблагоприятных финансовых шоков. Кроме того, во времена глобальных финансовых потрясений частные инвесторы по всему миру также хотят заполучить такие активы.

Это приводит к несбалансированности: предложение безопасных активов упало, в то время как спрос на них резко вырос. Кризис подорвал уверенность в том, что ценные бумаги частного сектора, даже те, которые выпущены очень надежными корпорациями и финансовыми организациями, могут считаться безопасными активами. В то же время государственные облигации многих стран с крупной экономикой (например, зоны евро, Японии и Соединенного Королевства) после кризиса также воспринимаются как менее надежные, поскольку эти страны испытывают трудности в связи со слабыми перспективами роста и резко увеличивающимся долговым бременем. Как следствие, правительство США, с их емкими финансовыми рынками и растущим государственным долгом, укрепило свой статус основного мирового поставщика безопасных активов.

Парадоксы

Имеет ли смысл другим странам покупать все больше государственных долговых обязательств США и считать их надежными в то время, когда долг этой страны стремительно увеличивается и может угрожать платежеспособности бюджета США? Большая доля долговых обязательств в иностранной собственности создает для США соблазн уменьшить свои долговые обязательства, просто напечатав больше долларов и тем самым сократив реальный (за вычетом инфляции) объем этого долга, что подразумевает невыполнение части обязательств перед иностранными инвесторами. Разумеется, каким бы заманчивым ни был этот шаг, в конечном итоге он является бесперспективным, поскольку он подстегнет инфляцию и скажется на американских инвесторах и экономике США.

На самом деле, существует тонкий баланс с точки зрения внутренней политики, благодаря которому иностранным инвесторам имеет смысл продолжать рассчитывать на то, что США не станут использовать инфляцию, чтобы обесценить их авуары своего государственного долга. Держатели долговых облигаций США внутри страны включают пенсионеров, пенсионные фонды, финансовые учреждения и страховые компании. Эти группы представляют собой влиятельную политическую силу, которая может нанести колоссальный политический ущерб действующему правительству, если инфляция резко повысится. Это дает иностранным инвесторам определенные основания рассчитывать, что стоимость их инвестиций в США будет защищена.

Тем не менее, страны с формирующимся рынком недовольны отсутствием альтернативы долларovým активам для размещения большей части своих резервов, особенно ввиду того, что процентные ставки по государственным ценным бумагам США уже долго остаются низкими, едва удерживаясь на одном уровне с инфляцией. Это недовольство усугубляется, казалось бы, нелогичным ожиданием того, что, несмотря на сильную позицию доллара в качестве доминирующей резервной валюты, в долгосрочной перспективе он, скорее всего, понизится в стоимости. Ожидается, что Китай и другие основные страны с формирующимся рынком будут и в дальнейшем демонстрировать более активный рост производительности по сравнению с США, поэтому, как только финансовые

Рисунок 3

Востребованные ценные бумаги

По состоянию на конец 2012 года иностранные и международные инвесторы владеют ценными бумагами США стоимостью 5,6 трлн долларов по сравнению с 1 трлн в 2000 году.

(В трлн долларов)



Источник: U.S. Treasury Bulletin, июнь 2013 г., таблицы OFS-1, OFS-2 и FD-1. Примечание. Иностранные инвесторы включают официальные учреждения, такие как зарубежные центральные банки и суверенные фонды национального благосостояния.

Рисунок 4

Приумножая запасы

С 2000 года страны с формирующимся рынком увеличили свои резервы примерно на 6,5 трлн долларов США. На Китай приходится примерно половина этого прироста.

(В трлн долларов)



Источник: МВФ и Народный банк Китая. Примечание. Данные по валютным резервам за 2013 год представлены до конца второго квартала.

рынки стабилизируются, вероятно, возобновится постепенное снижение курса доллара, наблюдавшееся с начала 2000-х годов. Другими словами, иностранные инвесторы, вероятно, получат меньшую сумму в пересчете на свою национальную валюту, когда они в итоге продадут свои долларовые инвестиции. Таким образом, вкладывая средства в государственные ценные бумаги США с низкой доходностью, а не в инвестиции с более высокой прибылью, иностранные инвесторы, судя по всему, готовы платить высокую цену за то, чтобы обладать этими активами, которые в остальных отношениях считаются безопасными и ликвидными.

Конкуренты

Страна, чья валюта выполняет функцию резервной, обладает материальными и нематериальными преимуществами. Помимо престижа, который дает этот статус, с ним также связан доступ к дешевому кредитованию в национальной валюте страны и преимущество эмиссионного дохода (разницы между покупательной способностью денег и стоимостью их производства), который можно получать как от национальных, так

Инвесторы по всему миру в основном полагаются на финансовые активы, номинированные в долларах США.

и иностранных держателей валюты. Другие страны с крупными развитыми экономиками имеют гораздо меньшие финансовые рынки или, как в случае с Европой и Японией, относительно слабые перспективы долгосрочного роста и уже существующий высокий уровень государственного долга. В результате эти валюты, скорее всего, не скоро вернут себе прежнее прочное положение. Но ввиду преимуществ, которые доллар получает в качестве резервной валюты, в принципе, следует ожидать появления новых конкурентов, стремящихся разделить эти преимущества.

Одним из возможных конкурентов доллару, ставшим объектом пристального внимания, является китайский юань. Экономика Китая — вторая по величине в мире и имеет все предпосылки, чтобы стать первой в ближайшее десятилетие. Правительство Китая предпринимает активные шаги, чтобы поощрять использование юаня в международных финансовых и торговых операциях. Эта деятельность быстро набирает обороты, учитывая огромный масштаб экономики Китая и умелое ведение внешней торговли. По мере того как будут устраняться ограничения на трансграничную мобильность капитала и валюта станет свободно конвертируемой, юань также будет становиться перспективной резервной валютой.

Однако, с учетом ограниченного развития финансового рынка и структуры политических и правовых институтов в Китае, маловероятно, что юань станет одним из ведущих резервных активов, который иностранные инвесторы, включая другие центральные банки, станут использовать для надежного хранения своих средств. В лучшем случае юань ослабит ведущие позиции доллара, но существенно не подорвет их. Никакие другие страны с развивающейся экономикой не имеют предпосылок к тому, чтобы их валюты обрели статус резервных, не говоря уже о том, чтобы пошатнуть позиции доллара.

Разумеется, преобладание доллара как средства сбережения не обязательно означает его неизменное господство в других аспектах. Скорее всего, с течением времени его роль как

средства обмена и расчетной единицы уменьшится. Развитие финансовых рынков и технологий, позволяющее легче проводить трансграничные финансовые операции с использованием других валют, уменьшает потребность в долларе. Китай подписал двусторонние соглашения с рядом крупнейших торговых партнеров, предусматривающие проведение торговых операций в валютах сторон. Аналогичным образом, не существует веских причин для того, чтобы контракты на определенные биржевые товары, такие как нефть, были и впредь номинированы и допускали расчеты только в долларах.

С другой стороны, поскольку финансовые активы, номинированные в долларах США, особенно государственные ценные бумаги США, остаются предпочтительным вложением для инвесторов, заинтересованных в надежности своих инвестиций, в обозримом будущем доллар будет сохранять прочные позиции в качестве главного мирового средства сбережения.

Что нас ждет впереди

Официальные и частные инвесторы по всему миру в настоящее время в основном полагаются на финансовые активы, номинированные в долларах США, особенно ввиду отсутствия альтернативы, сравнимой по масштабам и емкости с финансовыми рынками США. Ценные бумаги Министерства финансов США, представляющие собой займы правительства США, все еще рассматриваются как самые безопасные финансовые активы на мировых рынках. Сейчас, когда иностранные инвесторы, включая зарубежные центральные банки, накопили огромные инвестиции в этих ценных бумагах, а также других долларовых активах, у них есть мощный стимул удерживать стоимость доллара от падения. Более того, не существует других валют или инвестиций, которые бы обеспечивали сходный уровень безопасности и ликвидности в количествах, требуемых для инвесторов. Отсюда и проистекает феномен «долларовой ловушки».

Причина, по которой Соединенные Штаты выступают в уникальной роли в мировой финансовой системе, заключается не только в размере экономики этой страны, но и в ее институтах — демократической системе государственного управления, государственных учреждениях, финансовых рынках и правовой системе — которые, несмотря на все свои недостатки, все еще задают мировые стандарты. Например, несмотря на агрессивное и длительное использование Федеральным резервом нетрадиционных мер денежно-кредитной политики, инвесторы по всему миру, судя по всему, все еще верят в то, что ФРС не позволит инфляции выйти из-под контроля и понизит стоимость доллара.

В конечном итоге, чтобы выбраться из долларовой ловушки, потребуются значительные финансовые и институциональные реформы в странах, претендующих на то, чтобы их валюты потеснили ведущие позиции доллара. Также потребуются серьезные реформы глобального управления, чтобы сократить официальный спрос на безопасные активы путем создания более эффективных систем финансовой защиты для стран. Такие реформы устранили бы потребность в накоплении валютных резервов в качестве средства самострахования на случай валютных и финансовых кризисов.

Доллар будет еще долго оставаться доминирующей резервной валютой, в основном по причине отсутствия лучших вариантов. ■

Эсвар Прасад является профессором Школы им. Дайсона Корнельского университета, старшим научным сотрудником Брукингского института и научным сотрудником Национального бюро экономических исследований.

Эта статья подготовлена на основе новой книги автора "The Dollar Trap: How the U.S. Dollar Tightened Its Grip on Global Finance".



Что такое монетаризм?

Его акцент на значение денег получил признание в 1970-е годы

Сарват Джахан и Крис Папагеоргиу

НАСКОЛЬКО велико значение денег? Мало кто станет отрицать, что они играют ключевую роль в экономике. Но одна школа экономической мысли, именуемая монетаризмом, утверждает, что денежная масса (общая сумма денег в экономике) является главной детерминантой долларowego ВВП в текущих ценах в краткосрочной перспективе и уровня цен в более длительной перспективе. Денежно-кредитная политика, одно из средств, имеющихся в распоряжении государственных органов для воздействия на общее функционирование экономики, использует такие инструменты, как процентные ставки, для регулирования количества денег в экономике. Монетаристы считают, что для достижения целей денежно-кредитной политики более всего подходит регулирование темпов роста денежной массы. Монетаризм получил распространение в 1970-е годы (когда он способствовал снижению инфляции в США и Соединенном Королевстве) и во многом повлиял на решение центрального банка США стимулировать экономику во время глобальной рецессии 2007–2009 годов.

Сегодня монетаризм в основном ассоциируется с именем лауреата Нобелевской премии экономиста Милтона Фридмана. В своей программной работе «Монетарная история Соединенных Штатов, 1867–1960 годы», написанной в соавторстве с экономистом Анной Шварц в 1963 году, Фридман доказывал, что неправильная денежно-кредитная политика Федеральной резервной системы (центрального банка США) была главной причиной Великой депрессии в Соединенных Штатах в 1930-е годы. По их мнению, действия ФРС были прямо противоположны тому, что следовало делать, — ФРС не нейтрализовала силы, оказывавшие понижающее давление на денежную массу, и принимала меры по сокращению объема денег в экономике. Они также утверждали, что поскольку рынки естественным образом тяготеют к стабильному центру, неправильно заданный показатель денежной массы привел к непредсказуемому поведению рынков.

Монетаризм получил распространение в 1970-е годы. В 1979 году, когда инфляция в США достигла 20 процентов, ФРС изменила свою операционную стратегию в соответствии с монетаристской теорией. Однако в следующие десятилетия монетаризм утратил популярность, поскольку он, как представлялось, был все меньше способен объяснить развитие экономики США. Тем не менее, некоторые идеи, которые монетаристы привнесли в экономический анализ, были приняты на вооружение экономистами других школ.

Самая суть

Основой монетаризма является количественная теория денег. Эта теория представляет собой учетное тождество — то есть она должна быть верной. Она гласит, что денежная масса, умноженная на скорость обращения (как часто деньги переходят из рук в руки), равна номинальным расходам в экономике (количеству проданных товаров и услуг, умноженному на среднюю

уплаченную за них цену). Как учетное тождество это уравнение не вызывает противоречий. Противоречия возникают при определении скорости обращения. Монетаристская теория рассматривает скорость обращения как в целом стабильную, что подразумевает, что номинальный доход в основном является функцией денежной массы. Изменения номинального дохода отражают изменения реальной экономической активности (количества продаваемых товаров и услуг) и инфляции (средней цены, уплаченной за них).

Количественная теория лежит в основе ряда ключевых принципов и предписаний монетаризма.

- **Долгосрочная нейтральность денег.** За увеличением объема денег следует повышение общего уровня цен в долгосрочной перспективе без какого-либо влияния на реальные факторы, такие как потребление или объем производства.

- **Краткосрочная ненейтральность денег.** Увеличение объема денег оказывает временное воздействие на реальный объем производства (ВВП) и занятость в краткосрочной перспективе, поскольку корректировка заработной платы и цен занимает некоторое время (они инерционны, говоря языком экономики).

- **Правило постоянного роста денег.** Фридман, который умер в 2006 году, предложил ввести фиксированное монетарное правило, которое гласит, что следует вменить в обязанность

Переменная скорость обращения

В период до 1981 года, когда доллары обращались в экономике предсказуемыми темпами, рост денежной массы и объема производства происходил согласованно. Но когда скорость обращения стала изменчивой, эта связь распалась.



Источник: Совет управляющих ФРС США.

Примечание. Квартальные данные скорректированы с учетом сезонных факторов. Денежная масса = наличные деньги в обращении и счета до востребования (M1). Скорость обращения = сколько раз доллар переходит из рук в руки в течение года. ВВП поделен на 10, чтобы уместить данные на графике.

ФРС следовать целевому показателю темпа роста денег, равному темпу роста реального ВВП, в результате чего уровень цен будет оставаться неизменным. Если ожидается, что в данном году экономика вырастет на 2 процента, то ФРС следует допустить увеличение денежной массы на 2 процента. Действия ФРС при проведении денежно-кредитной политики должны быть ограничены фиксированными правилами, поскольку наличие дискреционных полномочий может дестабилизировать экономику.

- **Гибкость процентных ставок.** Правило роста денег было призвано допустить гибкость процентных ставок, влияющих на стоимость кредита, чтобы заемщики и кредиторы могли учитывать ожидаемую инфляцию, а также изменения реальных процентных ставок.

Многие монетаристы также считают, что рынки по своей сути стабильны при отсутствии значительных непредвиденных колебаний денежной массы. Кроме того, они утверждают, что государственное вмешательство во многих случаях может скорее дестабилизировать экономику, чем способствовать ее развитию. Монетаристы также полагают, что в долгосрочной перспективе не существует проблемы выбора между инфляцией и безработицей, поскольку экономика приходит к долгосрочному равновесию на уровне объема производства при полной занятости (см. «Что такое разрыв объема производства?» в сентябрьском выпуске *Ф&Р* 2013 года).

Большая дискуссия

Хотя монетаризм в 1970-е годы стал более влиятельным течением, он подвергался критике со стороны научной школы, которую он стремился вытеснить, — кейнсианства. Кейнсианцы, черпающие вдохновение в работе великого британского экономиста Джона Мейнарда Кейнса, считают, что спрос на товары и услуги имеет определяющее значение для объема производства в экономике. Они утверждают, что монетаризм не в состоянии дать адекватного объяснения экономики, так как скорость обращения денег по своей сути нестабильна, и практически не придают значения количественной теории денег и призывам монетаристов к введению правил. Поскольку экономика подвержена сильным колебаниям и периодической нестабильности, они считают опасным связывать руки ФРС заранее установленным целевым показателем денежной массы; ФРС должна располагать некоторой свободой действий или «дискреционными» возможностями в проведении политики. Кейнсианцы также не считают, что рынки адаптируются к нарушениям равновесия и быстро возвращаются к уровню производства при полной занятости.

Кейнсианство правило умами в течение первой четверти века после Второй мировой войны. Однако вызов, брошенный монетаризмом традиционной кейнсианской теории, усилился в 1970-е годы — десятилетие, характеризовавшееся высокой и растущей инфляцией и медленным экономическим ростом. Кейнсианская теория не могла предложить надлежащих ответных мер политики, тогда как Фридман и другие монетаристы убедительно доказывали, что высокие темпы инфляции были вызваны быстрым ростом денежной массы, вследствие чего регулирование денежной массы было ключом к обоснованной экономической политике.

В 1979 году Пол Волкер стал председателем ФРС и сделал своей главной целью борьбу с инфляцией. ФРС ограничила денежную массу (в соответствии с правилом Фридмана), чтобы обуздать инфляцию, и преуспела в этом. Инфляция резко снизилась, хотя и ценой значительной рецессии.

Монетаризм также праздновал победу в Великобритании. К тому времени, когда Маргарет Тэтчер была избрана премьер-министром в 1979 году, страна пережила несколько лет стремительной инфляции. Тэтчер ввела монетаристскую поли-

тику как средство борьбы с ростом цен и добилась снижения инфляции наполовину, до менее чем 5 процентов к 1983 году.

Однако усиление влияния монетаризма было непродолжительным. Денежная масса может быть полезным целевым показателем политики, только если связь между деньгами и номинальным ВВП, а следовательно, инфляцией, стабильна и предсказуема. Это означает, что если предложение денег возрастает, увеличивается и номинальный ВВП, и наоборот. Однако чтобы достичь такого прямого эффекта, скорость обращения денег должна быть предсказуемой.

В 1970-е годы скорость обращения повышалась в целом постоянными темпами, и складывалось впечатление, что количественная теория денег хорошо отражает действительность (см. рисунок). Темпы роста денег с поправкой на предсказуемую скорость обращения определяли номинальный ВВП. Но в 1980-е и 1990-е годы скорость обращения стала очень нестабильной, с непредсказуемыми периодами ускорения и замедления. Связь между денежной массой и номинальным ВВП была нарушена, и применимость количественной теории денег оказалась под вопросом. Многие экономисты, признававшие доводы монетаризма убедительными в 1970-е годы, отказались от этого подхода.

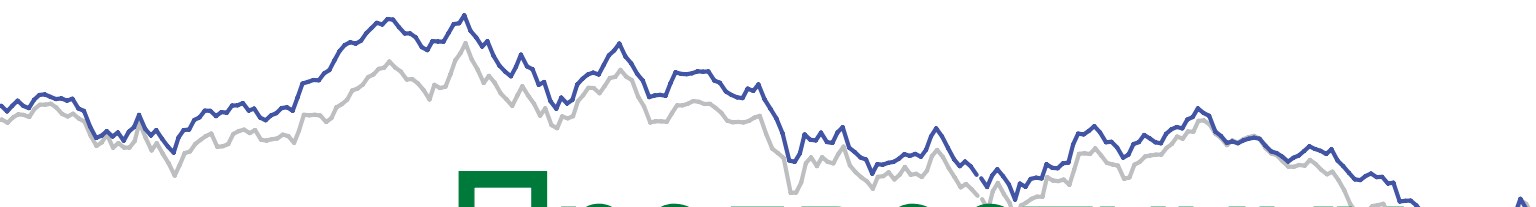
Большинство экономистов считают, что менее предсказуемая скорость обращения была, в первую очередь, следствием изменений правил банковской деятельности и других финансовых инноваций. В 1980-е годы банкам было разрешено предлагать клиентам счета до востребования с начислением процентов, что устранило некоторые различия между счетами до востребования и сберегательными счетами. Кроме того, для многих людей денежные рынки, взаимные фонды и другие активы оказались более выгодными, чем традиционные банковские вклады. В результате изменилась связь между деньгами и экономическими результатами.

Монетаризм все еще остается актуальным

Тем не менее, монетаристское объяснение Великой депрессии не было полностью забыто. В речи на праздновании 90-летия Милтона Фридмана в конце 2002 года Бен Бернанке, в то время управляющий ФРС, который четыре года спустя стал председателем, сказал: «Хочу сказать Милтону и Анне [Шварц]: относительно Великой депрессии, вы правы. В этом наша [ФРС] вина. Мы очень сожалеем об этом. Но благодаря вам, больше мы этого не повторим». Председатель ФРС Бернанке упомянул работу Фридмана и Шварца в своем решении снизить процентные ставки и увеличить денежную массу для стимулирования экономики во время глобальной рецессии, которая началась в 2007 году в США. Видные монетаристы (в том числе Шварц) утверждали, что принимаемые ФРС меры стимулирования приведут к чрезвычайно высокой инфляции. Вместо этого скорость обращения резко упала, и намного более серьезным риском теперь представляется дефляция.

Хотя большинство экономистов сегодня отвергают механистическое следование показателям роста денег, составляющее суть монетаристского анализа, некоторые важные принципы монетаризма просочились в современный немонетаристский анализ, размывая границу между монетаризмом и кейнсианством, которая представлялась такой четкой три десятилетия назад. Вероятно, важнейшим из этих принципов является то, что инфляция не может продолжаться бесконечно без увеличения денежной массы, и ее регулирование должно быть главной, хотя и не единственной функцией центрального банка. ■

Сарват Джахан является экономистом, а Крис Папагеоргиу — заместителем начальника отдела в Департаменте стратегии и анализа политики МВФ.



Предвестники

Джон К. Блудорн, Йорг Декрессин и Марко Е. Терронес

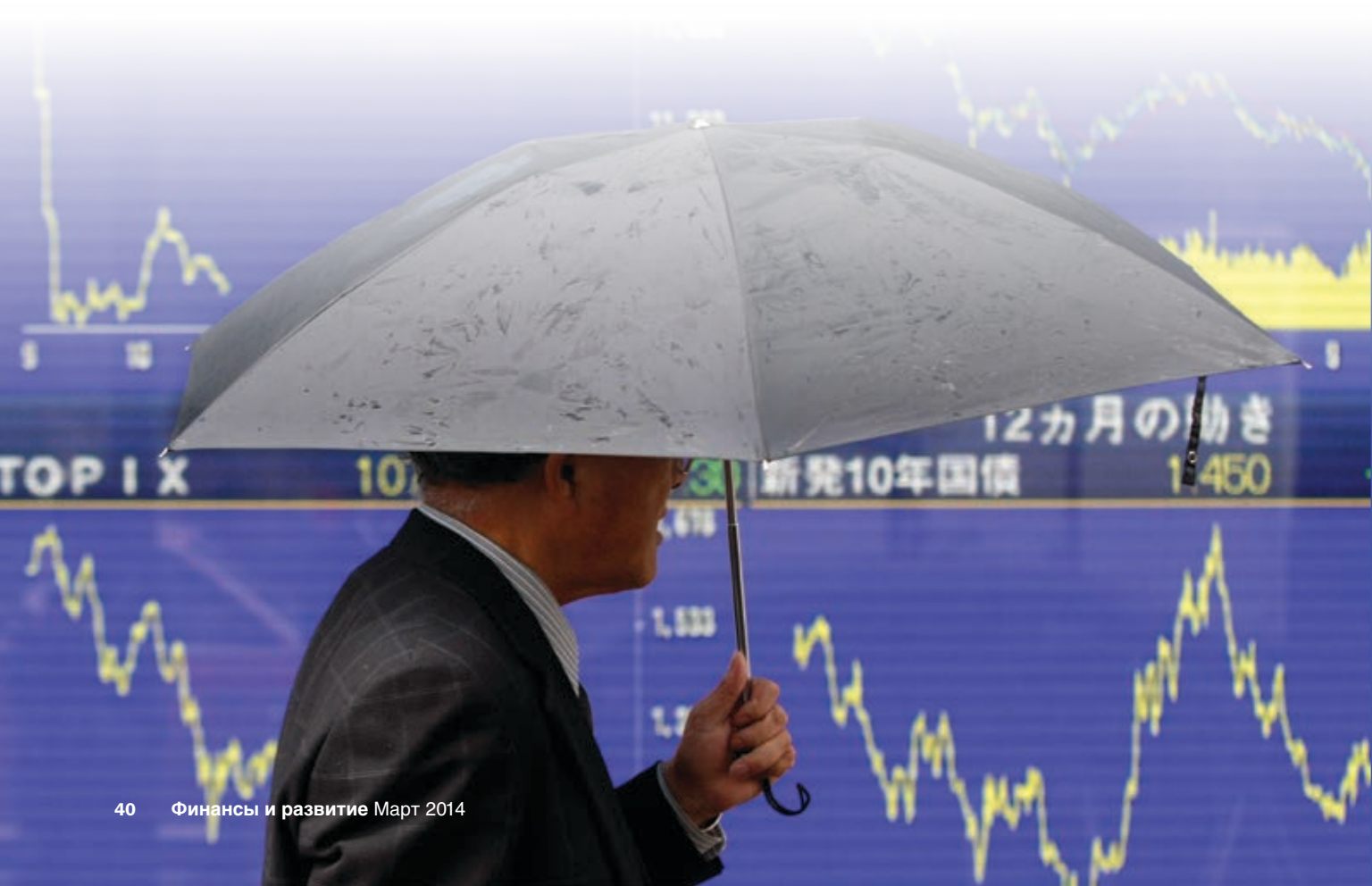
**Изменения
цен на активы —
надежные
предсказатели
экономических
спадов**

ЕСТЬ две точки зрения на взаимосвязь между изменениями цен на активы и циклами деловой активности, в частности, рецессиями. В рамках одной из них утверждается, что коррекции цен на активы часто предшествуют рецессии или совпадают с ней. Крах фондового рынка в 1929 году и Великая депрессия, обвал цен на активы в начале 1990-х годов и последующая рецессия в Японии, обрушившиеся в 2008 году цены на активы во всем мире и Великая рецессия — это несколько из наиболее ярких случаев рецессий, перед которыми имели место коррекции цен на активы.

Другая точка зрения заключается в том, что цены на активы могут характеризоваться слишком сильными колебаниями, чтобы качественно предсказывать рецессии. Резкое падение цен на фондовом рынке в 1962 году почти не сказалось на экономическом подъеме, который шел в то время в США. Аналогичным

образом, крах фондового рынка в октябре 1987 году существенно не отразился на экономической активности в США, несмотря на предсказания глубокой рецессии в 1988 году. Сторонники этой точки зрения утверждают, что изменения цен на активы часто являются следствием чрезмерно оптимистических или пессимистических изменений в ожиданиях инвесторов и потому являются ненадежными индикаторами цикла деловой активности.

Эти две точки зрения поднимают некоторые важные вопросы относительно взаимосвязи между ценами на активы и циклами деловой активности. Что говорит на этот счет теория? Подтверждаются ли эти заключения фактическими данными? Полезны ли коррекции цен на активы для предсказания начала рецессии? Чтобы пролить свет на эти вопросы, мы сначала рассмотрим, что предполагает экономическая теория о взаимосвязи между ценами на активы и циклами деловой активности



Ре- Цессии

и исследуем, поддерживаются ли эти предположения фактическими данными по Группе семи стран с развитой экономикой (Германия, Италия, Канада, Соединенное Королевство, США, Франция и Япония) за последние сорок лет. Затем мы проведем оценки того, являются ли цены на два ключевых актива (инструменты участия в капитале и жилая недвижимость) полезными предсказательными показателями начала рецессий в этих странах, и исследуем, насколько на объяснительной силе этих цен сказывается включение в анализ других переменных, которые обычно считаются связанными с экономическим циклом.

Цены на активы и колебания объема производства

В теории существует много оснований для того, чтобы изменения цен на активы могли быть связаны с циклом деловой активности. Во-первых, цены на активы влияют на чистую стоимость активов домашних хозяйств и на их способность к привлечению заемных средств, что может существенным образом сказываться на планах домашних хозяйств относительно потребления. Во-вторых, согласно стандартной теории q Тобиана, направление динамики инвестиций должно совпадать с направлением изменений переменной q , представляющей собой отношение рыночной стоимости капитала к его восстановительной стоимости. Следовательно, инвестиции должны быть высокими при высоких ценах на активы (которые непосредственно связаны с рыночной стоимостью капитала) и наоборот. В-третьих, изменения цен на активы могут сказываться на состоянии балансов фирм, негативно или позитивно влияя на имеющееся в их распоряжении потенциальное залоговое обеспечение и их кредитоспособность, а потому повышая или уменьшая их стремление и способность к производству инвестиций. Изменения цен на активы могут также сказываться на банковских балансах, заставляя банки вносить корректировки в свои позиции по капиталу и кредитную деятельность. Эти эффекты могут усиливаться финансовыми рынками, где отмечается асимметрия в информации, имеющейся у заемщиков и кредиторов, и заемщики ограничены в своих способностях брать твердые обязательства по погашению займов.

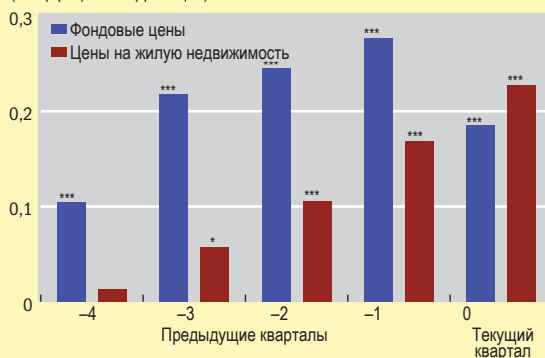
И наконец, согласно базовому уравнению цен на активы в финансовой теории, цена актива должна быть равна дисконтированной стоимости текущих и ожидаемых будущих доходов на него. В случае инструментов участия в капитале соответствующие доходы представлены дивидендами; в случае жилой недвижимости — арендной платой за нее. Если динамика дохода сходна с динамикой экономической ситуации или опережает ее, цены на активы должны быть полезным показателем для предсказания уровня экономической активности. Изменения ставки дисконтирования (применяемой к потоку будущих доходов для получения показателя приведенной стоимости) усиливает эту взаимосвязь, если она отражает поиск инвесторами доходных объектов вложения средств — во время экономического подъема инвесторы принимают на себя больше риска, что ведет к снижению ставки дисконтирования и подъему цены неизменных потоков дивидендов или арендной платы, а во время экономического спада они действуют прямо противоположным образом.

Рисунок 1

Опережающий индикатор

Изменения цен на активы в странах Группы семи обычно ведут к изменениям объема производства, указывая на то, что снижения цен на активы могут предвосхищать начало рецессии.

(Коэффициент корреляции)



Примечание. На схеме представлена корреляция между изменениями в стоимости акций и цен на жилую недвижимость в предыдущих кварталах и текущем квартале (0) и текущими изменениями объема производства в странах Группы семи (Германия, Италия, Канада, Соединенное Королевство, США, Франция и Япония). Положительная (отрицательная) корреляция свидетельствует о том, что показанное изменение цен на активы в текущем или предыдущем квартале имеет ту же (противоположную) направленность, как и текущие изменения объема производства. * = 90-процентная, а *** = 99-процентная вероятность того, что показанное изменение цен на активы и изменения объема производства имеют одинаковую направленность. Диаграмма основана на данных за 1970–2012 годы.

Из вышесказанного можно сделать два важных заключения о взаимосвязи между ценами на активы и циклом деловой активности. Во-первых, цены на активы должны меняться параллельно с реальным объемом производства (то есть их динамика должна быть проциклической). Во-вторых, цены на активы должны быть ведущим элементом в цикле деловой активности. Подтверждаются ли эти характеристики фактическими данными? Мы рассмотрим этот вопрос с использованием данных по странам Группы семи за период 1970 по 2012 год. На рис. 1 показаны средние коэффициенты синхронической и ведущей перекрестной корреляции между изменениями реальных цен на активы и роста объема производства в этих странах.

Сразу видны два важных результата. Во-первых, цены на активы в самом деле имеют проциклический характер, то есть они меняются в том же направлении, что и объем производства, как и предсказывает теория. Синхроническая корреляция между реальными изменениями цен на активы и ростом объема производства является положительной (то есть эти два показателя движутся в одном направлении) и существенно



отличной от нуля (иными словами, является статистически значимой). Однако низкие коэффициенты корреляции указывают на то, что фондовые цены и цены на жилую недвижимость имеют лишь слабый проциклический характер. Во-вторых, цены на активы опережают изменения объема производства на срок до одного года. Самая сильная ведущая перекрестная корреляция с ростом объема производства у фондовых цен и цен на жилую недвижимость наблюдается в показателях за один квартал ранее. Однако эти коэффициенты перекрестной корреляции существенно отличаются от нуля на каждом горизонте только в случае изменений фондовых цен за период от одного до четырех кварталов до изменения объема производства. Эти два результата говорят о том, что цены на активы могут действительно быть полезными синхроническими и опережающими индикаторами цикла деловой активности, как и предсказывает теория.

Предсказание начала рецессии

Далее мы исследуем, насколько изменения цен на активы способны предсказывать начало рецессии, для чего используется логистическая модель регрессии, которая обычно применяется для исследования поведения бинарных зависимых переменных. Это переменные, которые могут принимать одно из двух возможных значений. В рамках нашего анализа значение переменной равно 1, если рецессия начинается в следующем квартале (пик объема производства приходится на текущий квартал), и нулю в противном случае. В этих моделях получаемое значение оказывается между нулем и единицей и может толковаться как вероятность того, что рецессия начнется в следующем квартале. Более высокое предсказываемое значение, согласно модели, указывает на рост вероятности рецессии. Ориентация на момент, когда начинается рецессия, а не просто на то, находится ли экономика в состоянии рецессии в заданном квартале, является принципиально новым подходом по сравнению со многими предыдущими исследованиями. Разработанная нами статистическая модель сама по себе является своего рода индикатором раннего предупреждения о начале рецессии, обычно за несколько кварталов.

Итак, полезны ли реальные цены на активы для предсказания начала рецессии? Одним словом, да. В нашем исследовании обнаружена отрицательная и статистически значимая взаимосвязь между реальными (или скорректированными на инфляцию) изменениями фондовых цен и вероятностью того, что рецессия начнется в следующем квартале. Отрицательная взаимосвязь означает, что, когда реальные фондовые цены падают, вероятность начала рецессии повышается, а когда реальные фондовые цены повышаются, вероятность начала рецессии снижается. Было также обнаружено, что реальные

изменения цен на жилую недвижимость также имеют обратную связь с вероятностью начала рецессии, но, в отличие от изменений фондовых цен, эта связь не является статистически значимой. Когда в модель одновременно включаются изменения цен на оба вида активов, их коэффициенты и их статистическая значимость близки по величине к моделям, где эти переменные рассматриваются отдельно. Результаты работы этих моделей в пределах выборки очень высоки, о чем свидетельствуют высокие показатели статистики ППК. Статистика ППК (технически это «площадь под рабочей характеристической кривой») призвана показывать, в данном случае, насколько хорошо модель предсказывает начало рецессии. Это значение равно примерно 0,8 при включении фондовых цен, что существенно больше 0,5 — контрольного показателя подбрасывания монеты (случайного угадывания). При этом модель несовершенна: рецессии происходят настолько нечасто, что модель дает иногда ложную тревогу.

Чтобы исследовать роль других факторов, которые обычно считаются предвестниками рецессии, в модель вводятся следующие переменные: спред по срокам (разность между доходностью по 10-летним и трехмесячным государственным облигациям); предполагаемая изменчивость цен на акции, составляющие индекс S&P 500 в США (общий показатель мировой неопределенности и несклонности к риску) и изменения реальных цен на нефть. Уменьшение спреда по срокам (представительная величина для более жесткой денежно-кредитной политики), более высокая неопределенность и несклонность к риску (оказывающие обратное влияние на потребление товаров длительного пользования и инвестиции) и более высокие цены на нефть (ведущие к повышению транспортных издержек и стоимости производственных ресурсов) часто считаются факторами, повышающими вероятность начала рецессии.

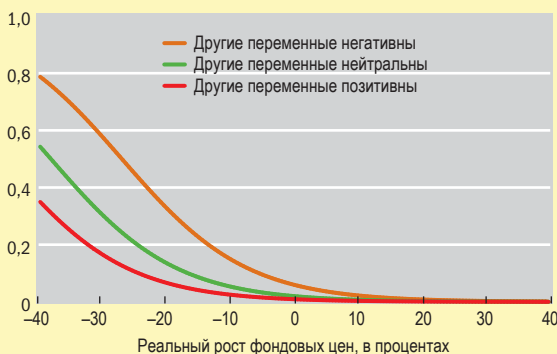
Даже при включении этих дополнительных объясняющих переменных отрицательное и статистически значимое влияние реальных сдвигов фондовых цен остается без изменений. Интересно, что при включении других переменных, оцененное негативное влияние реальных изменений цен на жилую недвижимость оказывается больше, чем в случае, когда изменения цен на жилую недвижимость рассматриваются изолированно или только вместе с фондовыми ценами. При рассмотрении с этими другими переменными изменения цен на жилую недвижимость оказываются статистически значимыми. Как и ожидалось, уменьшение спреда по срокам и повышение неопределенности и несклонности к риску на рынке связаны с более высокой вероятностью новой рецессии. И наоборот, реальные изменения цен на нефть, как представляется, не помогают предсказать рецессию. Это обстоятельство может объясняться тем,

Рисунок 2

Полный прогноз

Насколько сильно снижение фондовых цен в странах Группы семи повышает вероятность того, что рецессия начнется в следующем квартале, зависит от других рыночных переменных — цен на жилую недвижимость, спреда по срокам, изменчивости фондовых цен и цен на нефть.

(Вероятность новой рецессии)



Источник: расчеты авторов.

Примечание. Красная линия показывает вероятность рецессии после падения фондовых цен, когда другие индикаторы в целом позитивны. Зеленая линия представляет случай, когда другие индикаторы имеют нормальные значения. Оранжевая линия показывает вероятность рецессии, когда другие переменные также свидетельствуют о проблемах. «Другими» индикаторами являются реальные изменения цен на жилую недвижимость, спред по срокам (разность между доходностью по 10-летним и трехмесячным государственным облигациям); предполагаемая изменчивость цен на акции, составляющие индекс S&P 500 в США (VIX/VIX), и реальный рост цен на нефть. Диаграмма основана на данных за 1970–2012 годы.

что повышение цен на нефть может быть и следствием активного совокупного спроса. Результаты работы данной модели при включении этих других переменных примерно такие же, как и при рассмотрении только фондовых цен. Следовательно, эти другие переменные оказывают незначительное влияние на способность модели предсказывать рецессии.

Общая картина, соответственно, такова, что реальные изменения фондовых цен являются одним из наиболее полезных предсказателей начала рецессии. На рис. 2 показана эта взаимосвязь. Падение фондовых цен существенно повышает вероятность того, что в следующем квартале начнется рецессия — на это указывают линии с наклоном вправо. И наоборот, более высокие фондовые цены, как правило, уменьшают предсказываемую вероятность спада. Но поскольку базовая вероятность рецессии уже низка (примерно 4 процента в любом квартале), повышение фондовых цен практически не оказывает влияния на прогноз. Иными словами, имеет место имманентная асимметрия в предсказательных способностях фондовых цен. Когда фондовые цены резко падают, осторожно! Когда они повышаются, вероятность рецессии особенно не меняется. Предсказательная сила цен на активы также меняется, когда на опасность указывают и другие переменные, рассматриваемые в реальном времени — оранжевая линия везде выше, чем зеленая. Если крупное падение фондовых цен сопровождается инверсией спреда по срокам и падением цен на жилую недвижимость, модель говорит об очень высокой вероятности скорого начала рецессии.

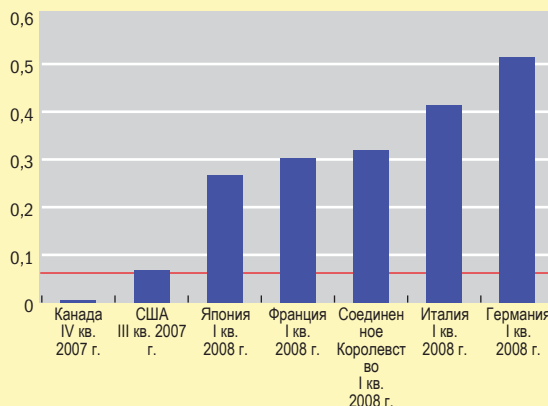
И наконец, как представляется, модель дала относительно хорошие результаты в предсказании начала самых последних рецессий в странах Группы семи. На рис. 3 показаны полученные с ее помощью прогнозы для начала рецессий в следующий

Рисунок 3

Больше попаданий, чем промахов

Падения цен на активы верно предсказывали начало недавних крупных спадов в основных странах Европы и в Японии, были близки к попаданию в США, но дали неверное предсказание в случае Канады.

(Предсказание, что рецессия начнется в следующем квартале)



Отдельные страны, квартал пика

Источник: расчеты авторов.

Примечание. Красная линия (0,06) представляет оптимальную минимальную приемлемую вероятность предсказания начала рецессии в следующем квартале, определенную на базе информации до второго квартала 2007 года (так называемый порог отсечения Юдена). Гистограммы показывают предсказательную силу модели для начала рецессий в каждой из стран Группы семи. Указанные кварталы непосредственно предшествуют началу мировой рецессии в каждой из стран (на пике объема производства), а гистограммы показывают силу сигнала о том, что рецессия начнется в следующем квартале.

квартал для каждой из стран Группы семи в последние годы. В случае европейских стран Группы семи (Германия, Италия, Соединенное Королевство и Франция) и Японии это было четким указанием. В случае США начало рецессии было предсказано, и она имела место, но в другой, близкий период. Однако в случае Канады модель дала промах.

Полезны для предсказания

Коррекции реальных цен на активы полезны для предсказания новых рецессий. В частности, сильные коррекции реальных фондовых цен связаны со значительным повышением вероятности того, что в следующем квартале начнется рецессия. В то же время, если происходит резкий спад цен на жилую недвижимость, а спред по срокам становится отрицательным, вероятность рецессии существенно повышается. Вывод очевиден: директивным органам необходимо внимательно относиться к резким падениям цен на активы, особенно если они сопровождаются сужением спредов по срокам. Такая динамика с большой вероятностью сигнализирует о проблемах в очень близком будущем. ■

Джон К. Блудорн — экономист, а Йорг Декрессин — заместитель директора в Европейском департаменте МВФ. Марко Е. Терронес — советник директора Исследовательского департамента МВФ.

Настоящая статья основана на подготовленном авторами Рабочем документе МВФ 2013 года: IMF Working Paper 13/203, «Do Asset Price Drops Foreshadow Recessions?».

ПРОТИВОСТОЯНИЕ человека и матери- природы



Николь Лафрамбуаз и Себастьян Ачеведо

В борьбе со стихийными бедствиями дальновидная макроэкономическая политика может помочь странам подготовиться к возможному потрясению и смягчить его последствия

КАРТИНЫ разрушения и горя после тайфуна «Хайян», пронесшегося над Филиппинами в ноябре 2013 года, все еще свежи в нашей памяти. Они напоминают об аналогичных сценах разрухи после катастрофического цунами, поразившего Южную Азию в 2004 году, и урагана «Катрина», от которого пострадали Соединенные Штаты в 2005 году. И нанесенный ущерб не ограничивается непосредственным воздействием.

В ноябре 2013 года газета *The New York Times* опубликовала на первой странице берущую за душу статью об участии молодого филиппинца, который получил в результате действия тайфуна «Хайян» простой перелом ноги (Bradsher, 2013). Пролежав пять дней на каталке в полевом госпитале, окруженный своими детьми, в ожидании медицинской помощи, он умер от инфекции.

Неудивительно, что катастрофы имеют длительные психологические последствия. Помимо непосредственных прямых гуманитарных последствий, стихийные бедствия нередко усиливают бедность и подрывают общественное благополучие. Больше всего риску подвержены развивающиеся страны — и их наиболее уязвимые группы населения.

Наблюдается ли в наши дни больше природных катаклизмов, и стали ли они более

разрушительными? Или же мы теперь просто лучше осведомлены благодаря современным средствам массовой информации, освещающим события круглосуточно в режиме реального времени? А как обстоит дело с ответными мерами? Поняли ли мы — вооруженные технологиями и продвинутыми средствами связи — как следует готовиться и реагировать, чтобы спасти жизни и ограничить экономический ущерб?

За последние 50 лет частота стихийных бедствий действительно увеличилась (см. рис. 1). Освещение катастроф в средствах массовой информации стало гораздо полнее и оперативнее, однако также произошло и документально подтвержденное увеличение числа и интенсивности климатических катастроф и возросла концентрация людей и физических активов в зонах, подверженных риску. Интересно, что в последнее десятилетие количество бедствий по официальным данным сократилось, однако количество пострадавших и понесенные издержки продолжали расти.

Бедные в большей степени подвержены риску

Стихийные бедствия чаще происходят и поражают большее количество людей в развивающихся странах (по определению Всемирного

банка, это все страны с низким и средним уровнем доходов), чем где-либо еще (Laframboise and Loko, 2012) (см. рис. 2). Около 99 процентов всех людей, пострадавших от стихийных бедствий начиная с 1960-х годов, являются жителями развивающихся стран (87 процентов со средним доходом, 12 процентов с низким доходом), и на долю этих стран приходится 97 процентов всех смертей, вызванных катаклизмами (64 процента со средним доходом, 32 процента с низким доходом). Если провести взвешивание по площади территории и численности населения, чаще всего от стихийных бедствий страдают небольшие островные государства. В восточной части Карибского бассейна, по оценкам, крупные природные катаклизмы, наносящие ущерб в размере свыше 2 процентов ВВП, происходят каждые два-три года.

Страны с развитой экономикой имеют более широкий арсенал средств, позволяющих абсорбировать издержки от природных катастроф, поскольку они могут прибегнуть к частному страхованию, более высоким внутренним сбережениям и рыночному финансированию. Они также выделяют больше ресурсов на цели сокращения факторов уязвимости — например, за счет разработки и применения строительных норм и правил.

Ущерб от катастроф в денежном выражении в развитых странах оказывается намного выше ввиду объема и концентрации капитала, однако в процентах от национального богатства и объема производства ущерб обычно гораздо выше в развивающихся странах. Например, прямые издержки от сильного землетрясения в Японии в 2011 году были оценены в приблизительно 3,6 процента ВВП; на Гаити прямые издержки от землетрясения в 2010 году значительно превысили весь ВВП за этот год.

В развивающихся странах выше вероятность проживания людей в зонах повышенного риска, и эти страны обычно имеют слабую инфраструктуру. Развивающиеся страны больше полагаются на такие отрасли, как сельское хозяйство и туризм, которые зависят от погодных условий. Кроме того, их сектора экономики обычно зависимы друг от друга, что повышает уязвимость экономики этих стран к шокам в других секторах, в том числе обусловленную наличием общей инфраструктуры и межсекторальной собственности. При этом они не располагают достаточными механизмами для реагирования на чрезвычайные ситуации.

Наиболее уязвимые члены общества в странах как с высокими, так и с низкими доходами являются основными жертвами природных катастроф. У них практически отсутствуют сбережения для финансирования текущего потребления, а продажа ограниченных основных фондов, таких как домашний скот, снижает их производственный потенциал и пожизненный доход. Они имеют низкую трудовую квалификацию и ограниченные возможности для смены места жительства и работы, а косвенные эффекты, в частности, инфляция, наносят им несоразмерный ущерб. (Инфляция нередко сопровождает природные катастрофы, поскольку дефицит товаров и услуг первой необходимости создает давление со стороны спроса.) Все это в совокупности приводит к безвозвратной потере благосостояния.

Издержки для экономики

В краткосрочной перспективе после катастрофы объем производства сокращается, а дефицит бюджета усугубляется. Страдает и экспортный потенциал стран, что приводит к увеличению дефицитов баланса торговли товарами и услугами с остальными странами. Последствия можно смягчить за счет международной помощи и инвестиций, однако воздействие крупных катастроф на экономический рост и доходы обычно носит устойчивый характер. В первый год после стихийного бедствия темпы роста экономики страны в среднем снижаются на 0,7 процента, а кумулятивная потеря объема производства через три года после бедствия достигает приблизительно

1,5 процента, не говоря уже о непосредственных прямых убытках. Реальный ВВП на душу населения в среднем сокращается примерно на 0,6 процента, а в странах с низкими доходами — на 1 процент. Самое широкое воздействие оказывают засухи, за исключением небольших островных государств (например, стран Карибского бассейна; см. вставку), где наибольшей разрушительной силой обладают ураганы.

После серьезного стихийного бедствия директивным органам приходится решать, как финансировать непредвиденные расходы — за счет сокращения или перенаправления существующего бюджета или за счет заемных средств. Если шок считается кратковременным (то есть физическое восстановление займет менее года), имеет смысл заимствовать средства для того, чтобы поддержать экономику страны и компенсировать неблагоприятные последствия шоков. Это также помогает стабилизировать доходы тех, кто пострадал сильнее всего, и поддержать наиболее уязвимые группы. Если эффекты катаклизма носят долговременный характер, экономика вынуждена медленно адаптироваться к новому равновесному состоянию,

Рисунок 1

Статистика стихийных бедствий

Частота стихийных бедствий по всему миру стабильно росла начиная с 1960 года, с небольшим снижением лишь в последнее десятилетие.

(Число бедствий)



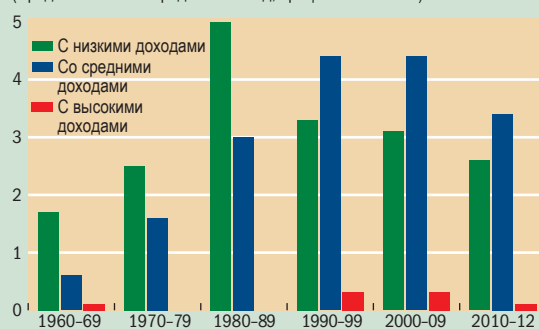
Источники: Международная база данных по катастрофам EM-DAT и расчеты персонала МВФ.

Рисунок 2

Наиболее пострадавшие регионы

Стихийные бедствия наносят населению в развивающихся странах более серьезный ущерб, чем в странах с высокими доходами.

(Среднее число пострадавших в год, процент населения)



Источники: Международная база данных по катастрофам EM-DAT и расчеты авторов.

Воздействие стихийных бедствий на страны Карибского бассейна

Карибский регион является одной из наиболее подверженных бедствиям областей мира. По количеству бедствий на душу населения и на квадратный километр территории страны Карибского бассейна входят в число 50 мест в мире с самым высоким уровнем риска (Rasmussen, 2006). В период с 1950-го по 2012-й год регион пережил более 400 катаклизмов, в том числе 267 тропических циклонов (обычно в форме ураганов) и 113 наводнений. В среднем существует 14-процентная вероятность того, что страна Карибского бассейна станет жертвой тропического шторма в том или ином году, и в большинстве стран эта вероятность превышает 10 процентов.

Стихийные бедствия оказывают ощутимое воздействие на экономический рост и уровень долга в странах Карибского региона. Strobl (2012) считает, что средний ураган сокращает объем производства страны почти на 1 процент; Acevedo (2013) обнаруживает аналогичные результаты для сильных штормов и наводнений и менее значительное воздействие

от умеренных штормов (0,5 процента). Экономический рост обычно следует по стандартной траектории восстановления: экономическая активность возобновляется вскоре после бедствия за счет проведения восстановительных и строительных работ. Однако этот подъем, как правило, носит краткосрочный характер и оказывается меньше первоначального воздействия, что приводит к отрицательному кумулятивному воздействию на ВВП.

Последствия для уровня долга еще более драматические. В странах Восточно-Карибского валютного союза отношение долга к ВВП возрастает в среднем почти на 5 процентных пунктов в год, когда регион поражает шторм (Acevedo, 2013). Однако если взглянуть шире, наводнения повышают уровень долга стран Карибского региона, а шторма — нет. Отчасти это связано с тем, что ураганы привлекают к себе больше внимания со стороны средств массовой информации, что обеспечивает предоставление помощи и прощение долга (Eisensee and Strömberg, 2007), в то время как наводнения оказывают более локальное воздействие.

а правительство должно облегчить этот переход и сохранить макроэкономическую стабильность.

В небольших островных государствах и странах с низкими доходами стихийные бедствия нередко приводят к увеличению государственного долга. Даже при наличии внешней помощи и потоков денежных переводов государственный долг обычно возрастает. В странах восточной части Карибского бассейна это увеличение, связанное с катаклизмами, было весьма значительным. Возьмем в качестве примера ураган «Айвен», который поразил Гренаду в 2004 году. «Айвен» унес жизни 39 человек, покалечил 60 000 и причинил ущерб, оцениваемый в 890 млн долларов США (150 процентов ВВП). Объем производства резко сократился, а отношение долга к ВВП всего за один год увеличилось на 15 процентных пунктов, до 95 процентов. Гренада в 2005 году провела реструктуризацию долга и до сих пор продолжает решать проблему высокого уровня задолженности.

Воздействие стихийных бедствий зависит от множества факторов, включая размер и структуру экономики, концентрацию людей в зонах повышенного риска и уровень развития финансовой системы. Как показали недавно проведенные исследования, чем выше квалификация, чем лучше институты (например, органы местного самоуправления, службы здравоохранения, полиция, нормы права), чем выше открытость торговли и государственные расходы, тем легче обеспечить сокращение экономических издержек от стихийного бедствия (Noy, 2009). Развитые институты и образованное население являются залогом принятия действенных и эффективных мер по ликвидации последствий стихийного бедствия, грамотного распределения международной помощи и надлежащего применения таких структурных мер, как строительные нормы и правила и законы о зонировании, которые способствуют сокращению ущерба от возможных катастроф. Кроме того, страны, имеющие достаточные валютные резервы и установившие ограничения на вывод капитала из страны, лучше справляются с оттоком капитала, который часто следует за природной катастрофой.

Страны с более емкими финансовыми системами (то есть те, где больше людей открывают банковские счета и больше домашних хозяйств и предприятий пользуются банковскими кредитами) меньше страдают от последствий катастрофы. Страны с развитыми финансовыми системами, как правило, увеличивают дефицит бюджета, но меньше теряют с точки зрения объема производства. Более емкие кредитные рынки обеспечивают более быстрый доступ к местному финансированию на цели восстановления, что сводит к минимуму потребность во внешних

заимствованиях, получение доступа к которым занимает больше времени или которые могут оказаться совершенно недоступными. Лучшее всего участие стран с емкими финансовыми системами и высоким уровнем страхового покрытия, поскольку риск переносится на внешние стороны (даже если речь идет о местных страховых компаниях, в силу наличия полисов перестрахования рисков), и, соответственно, инвестиции и восстановление экономики практически не создают дополнительной нагрузки на государственный бюджет. Например, два сильных землетрясения в Новой Зеландии в 2010 и в 2011 году причинили серьезный ущерб, оцениваемый на уровне 10 процентов ВВП, однако страховое покрытие (6 процентов ВВП) переложило большую часть затрат на восстановление на субъектов в других странах. Снижения деловой активности не наблюдалось, а темпы экономического роста впоследствии, по мере восстановления экономики, даже повысились.

В целом, ответные меры государственной политики могут представлять собой сочетание нового финансирования и использования резервов, а также макроэкономической корректировки в форме сокращения текущих расходов или повышения налогов. На этой стадии МВФ вносит свой вклад, в частности, выступая в качестве катализатора активности других кредиторов и помогая правительствам сохранить макроэкономическую стабильность и разработать надлежащие ответные меры политики с тем, чтобы заложить фундамент для восстановления экономики.

Управление риском

Несмотря на то, что большинство стихийных бедствий невозможно предотвратить, проведенные нами исследования показывают, что многое еще может быть сделано для сокращения вызываемых ими гуманитарных и экономических последствий и сведения к минимуму потерь благосостояния. Мы выяснили, что существуют меры, которые могут быть приняты правительством перед катаклизмом для смягчения его воздействия на людей и объем производства, особенно в странах, значительно подверженных стихийным бедствиям по геофизическим и метеорологическим причинам. В этих регионах основа политики, в явном виде учитывающая риски и издержки катаклизмов, позволила бы правительству лучше подготовиться к шокам стихийных бедствий и эффективнее на них отреагировать. Такая подготовка должна опираться на три основных компонента — оценку и сокращение риска, самострахование и передачу риска (см. таблицу).

Существует ряд препятствий, затрудняющих комплексный, упреждающий подход к ликвидации последствий катастроф. Во-первых, многим странам с низкими доходами не хватает бюджетных ресурсов и технического и кадрового потенциала для того, чтобы подготовиться к стихийным бедствиям, построить дамбы или укрепить офисы и дома, чтобы они были способны выдержать шторм. Особенно ограничены в своих возможностях страны со значительной сверхнормативной задолженностью. Эти факторы мешают развитию механизмов сокращения риска или самострахования — то есть либо создания сбережений на черный день, либо приобретения страхования будущих рисков.

Во-вторых, трудно выделить ограниченные ресурсы, которые в ином случае были бы израсходованы на столь необходимые социальные преобразования или инфраструктуру, особенно учитывая, что всегда есть шанс того, что очередной «удар» стихии может быть нанесен нескоро. Вот почему работа по оценке вероятности катастрофы и основных факторов уязвимости должна направлять решения о предупредительных и смягчающих мерах.

В-третьих, экстренная помощь и финансирование могут послужить сильным, но логичным стимулом к тому, чтобы развивающиеся страны инвестировали недостаточно средств в сокращение риска. Действительно, ввиду того что такое финансирование предлагается по столь низким процентным ставкам, может оказаться нецелесообразным тратить ограниченные ресурсы до того, как разразится катастрофа; расходы могут не оправдываться ожидаемой выгодой. Гаити, например, после землетрясения 2010 года было обещано 9,9 млрд долларов США, что в полтора раза превышает номинальный ВВП этой страны. Страна не смогла бы оплатить равнозначное страховое покрытие.

И наконец, возможно, страны недооценивают то, насколько за это время выросла вероятность природных катаклизмов, особенно тех, которые носят климатический характер.

Следует ли нам считать деньги перед лицом человеческой трагедии? Первоочередным приоритетом государственной политики должно быть спасение жизней, однако усилия по сокращению экономических издержек, создающих новые гуманитарные и социальные проблемы, также важны. Сокращение экономических издержек приводит к высвобождению ресурсов для подготовки к катастрофам, обеспечения способности

к восстановлению и смягчения последствий, что может спасти жизни в будущем. Директивным органам нужно задуматься о том, достаточно ли внимания в процессе принятия решений уделяется управлению рисками стихийных бедствий на всех уровнях, сверху донизу.

Перспективное планирование

Наше исследование позволяет извлечь очевидные и не столь очевидные уроки из недавних событий. Оно показывает, что надлежащие меры макроэкономической политики, принимаемые как до, так и после шоков, могут сыграть важную роль. Некоторые из более очевидных уроков сводятся к тому, что выделение в бюджете резерва на экстренные расходы способствует смягчению и урегулированию кризиса, страхование рисков и низкий уровень государственного долга обеспечивают большую гибкость в расходовании государственных средств при возникновении потребности в восстановительных работах, а государственные инвестиции в сокращение риска со временем окупаются.

Менее очевидно, но немаловажно то, что существует большой простор для совершенствования основ государственной политики с целью повышения эффективности управления риском и смягчения экономических и социальных издержек (см. таблицу). В подверженных риску регионах директивным органам следует провести оценку вероятности шоков и определить локальные факторы уязвимости. Они могут учесть эту информацию при планировании на случай непредвиденных расходов, осуществлении инвестиций в сокращение риска, страховании, самостраховании и ликвидации последствий стихийных бедствий.

Меры в области налогов и расходов должны обладать гибкостью, обеспечивая возможность быстрой переброски средств с одной статьи расходов на другую в случае необходимости.

Координация усилий с иностранными партнерами до наступления стихийного бедствия могла бы мобилизовать внешнюю помощь в финансировании сокращения риска, что было бы эффективнее, чем экстренная помощь после свершившегося факта.

Также существует острая необходимость в усилении сотрудничества между иностранными партнерами после стихийных бедствий, особенно для стран с низкими доходами и ограниченными административными ресурсами.

Страхование является оптимальным способом сокращения реальных издержек от стихийных бедствий без повышения налогов или урезания расходов. В последние годы появилось много инновационных инструментов, но международное сообщество еще многое могло бы сделать для формирования «пула» ресурсов и идей в помощь уязвимым странам. Одним из примеров является Карибский фонд страхования риска катастроф (КФСРК), который недавно поддержал предоставление неотложной помощи странам Карибского бассейна. Однако тесный бюджет не обеспечил странам достаточное страховое покрытие в КФСРК, и они по-прежнему уязвимы к шокам.

Таковы практические советы, которые стоит учесть при выработке политики на всех уровнях во время затишья между неминуемыми бурями. Большинство стран дожидаются очередного бедствия, а затем пытаются быстро ликвидировать его последствия. Вместо этого директивным органам и их иностранным партнерам следует заблаговременно взять на вооружение новые, более эффективные способы управления риском и сокращения издержек. Это могло бы спасти человеческие жизни, уменьшить страдания и сэкономить деньги. И это позволило бы избежать ненужных людских потерь — таких как молодой человек со сломанной ногой на Филиппинах. ■

Николь Лафрамбуаз — заместитель руководителя отдела, Себастьян Ачеведо — экономист в Департаменте стран Западного полушария МВФ.

Компоненты управления риском стихийных бедствий

Оценка риска	Сокращение риска	Самострахование	Передача риска
Сбор данных, оценка вероятности поражения стихийными бедствиями	Принятие мер снижению физической уязвимости, совершенствование бюджетного планирования	Накопление сбережений, резервов	Увеличение страхования, перестрахования
Оценка гуманитарных и физических факторов уязвимости	Организация перемещения, реконструкции, укрепления, контроля за наводнениями и т.д.	Создание резервного фонда, буферных запасов и т.д.	Организация международного страхования, страховых «пулов» (например, Карибский фонд страхования риска катастроф)
Учет информации при формировании основы бюджета, составлении планов	Создание строительных норм и правил, систем оповещения, разработка ответных мер в чрезвычайных ситуациях и т.д.	Создание фондов на черный день, повышение емкости финансовой системы	Создание долгового механизма, облигаций для преодоления катастроф, механизмов финансирования международных финансовых институтами и т.д.

Примечание. Эти компоненты призваны служить руководством для формирования политики и обеспечивать комплексное планирование, а не предписывать конкретную последовательность шагов.

Помощь и нефть

Буровая платформа у побережья Западной Африки.

Рабах Арецки и Ритвик Банерджи

Растущее число вновь открытых месторождений нефти в странах с низкими доходами может привести к уменьшению потребностей во внешней помощи

В ТЕЧЕНИЕ длительного времени внешняя помощь служит важным источником финансирования развивающихся стран. В 2012 году ведущими донорами было выделено 127 млрд долл. США, две трети из которых — странам Африки и Азии с низкими доходами. Средства, направляемые на внешнюю помощь (или точнее официальную помощь на цели развития), — это «капля в море» для стран-доноров, которая составляет около 0,3 процента их совокупного ВВП. Но они служат важным источником финансирования для некоторых развивающихся стран, составляя, например, 15 процентов ВВП Либерии и 5 процентов ВВП Бурунди (см. рисунок).

Внешняя помощь может принимать различные формы, но наиболее распространенной является помощь в целях развития, которую страны с развитой экономикой оказывают бедным странам для обеспечения экономического и социального развития, и ее объемы измеряются Комитетом содействия развитию Организации экономического сотрудничества и развития. Общей долгосрочной задачей помощи в целях развития является сокращение масштабов бедности и повышение благосостояния стран с низкими и средними доходами посредством бюджетной помощи и доступа к технологиям, хотя до сих пор не получено четких доказательств взаимосвязи между

помощью и экономическими достижениями (см. вставку).

Однако в последние годы многие развивающиеся страны, особенно страны Африки к югу от Сахары, открыли для себя новый источник собственного богатства, который обеспечивает такого же рода бюджетную помощь и помощь в целях развития, но без сопутствующих условий, которые часто выдвигают страны-доноры относительно использования помощи или реформ, которые страны должны осуществить, чтобы продолжать получать помощь. Открытие крупных месторождений по всей Африке меняет финансовое положение многих развивающихся стран.

Мы изучим последствия этих открытий для внешней помощи. Например, уменьшают ли доноры свой вклад при увеличении доходов от нефти? Должны ли они его уменьшать? Иными словами, может ли внешняя помощь продолжать играть конструктивную роль в развивающихся странах, которые разбогатели благодаря нефти?

Открытие месторождений нефти

В последние годы многие развивающиеся страны — некоторые из них являются крупными получателями помощи — открыли большие запасы нефти и газа. Хотя были сделаны некоторые важные открытия в Южной Азии

и Латинской Америке, в основном такие месторождения были обнаружены в странах Африки к югу от Сахары. Некоторые аналитики пришли к выводу, что в течение десяти лет большинство африканских стран станут производителями нефти. Крупные месторождения (нефти и газа, содержащие не менее 500 миллионов баррелей суммарных извлекаемых ресурсов в нефтяном или газовом эквиваленте) уже открыты в таких странах, как Гана, Кения, Либерия, Мозамбик и Танзания. Доход от этих открытий может составить значительную долю национального ВВП. Это, в свою очередь, облегчает ограничения на расходы государственных органов.

Однако открытие нефти не является бесспорным благом. Не все богатые нефтью страны процветают, что заставляет многих говорить о «нефтяном проклятии», во многом по аналогии с тем, как некоторые аналитики предупреждают о возможности замедления роста при получении помощи. Действительно, в течение последних нескольких десятилетий экономический рост в странах, богатых ресурсами (особенно с крупными запасами углеводородов), в среднем был ниже, чем в странах с бедными ресурсами (Frankel, 2012). Широко дискутируется вопрос о том, существует ли отрицательная статистическая взаимосвязь между богатством ресурсов и экономическим ростом. Но даже если нефтяное богатство не оказывает отрицательного влияния на рост, мы по-прежнему не имеем прочных доказательств того, что эта взаимосвязь является положительной.

Существует ряд причин, по которым открытие нефти может иметь пагубные последствия. Оно может вызвать сильный рост курса валюты, что может привести к потере конкурентоспособности других отраслей экономики, особенно обрабатывающей промышленности. Другими словами, в то время как нефтяной сектор процветает, другие сектора чахнут. Кроме того, богатство, созданное нефтяным сектором, ведет к коррупции в политических и государственных органах (Arezki and Bruckner, 2011) среди лиц, которые могут заимствовать крупные суммы, чтобы финансировать проекты, служащие «казенной кормушкой», или передачу доходов с целью снискать благосклонность избирателей. Если нефтяной бум остановится,

Эффективность помощи

Некоторые аналитики утверждают, что помощь может замедлять экономический рост, так как ведет к повышению курса национальной валюты, что снижает конкурентоспособность обрабатывающей промышленности. Другие утверждают, что помощь может вести к уменьшению собираемости налогов, и выдвигаемые донорами жесткие условия могут вести к чрезмерной концентрации квалифицированных кадров в области администрирования помощи. Однако некоторые последние данные также показывают, что помощь способствует экономическому росту. В целом данная неопределенность в отношении эффективности помощи порождает требования о пересмотре существующей системы помощи. Некоторые даже призывают полностью прекратить оказание помощи.

такое крупное заимствование может сильно замедлить рост экономики (Arezki and Bruckner, 2012). Обнаружение нефти или других ресурсов может также привести к внутренней борьбе за то, какой регион или какая часть общества заслуживает соответствующие блага (см. статью «Под давлением» в декабрьском выпуске *Ф&Р* 2013 года). Нефть может также привести к межгосударственным конфликтам, если ее запасы расположены вблизи границы. Должным образом составленные программы помощи могут помочь странам, особенно странам со слабыми институтами и ограниченной способностью продуктивно использовать вновь найденные ресурсы, преодолеть эти проблемы. Поэтому важно изучить взаимосвязь между нефтью и помощью и последствия подмены внешней помощи доходами от нефти.

Неожиданное богатство

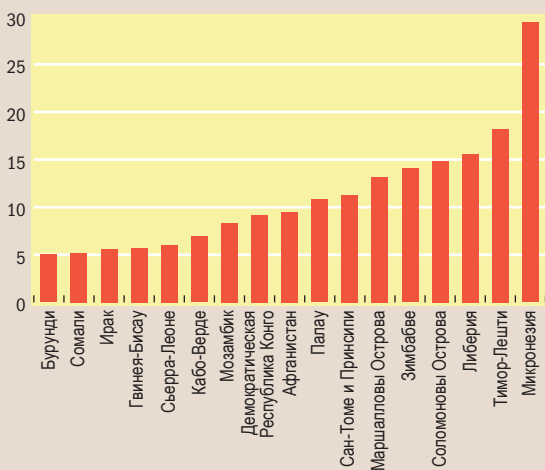
Объявление об обнаружении гигантских запасов нефти указывает на то, что страна вдруг стала богаче. Таким образом, обнаружение нефти в некоторой степени уменьшает основания для дальнейшего оказания помощи для поддержки экономического и социального развития страны. Другими словами, часто значительный приток дохода от эксплуатации природных ресурсов ослабевает бюджетные ограничения для развивающихся стран, и они будут нуждаться в меньшей внешней помощи. В то же время существует множество стратегических причин, по которым доноры могут пожелать продолжить оказание помощи (Alesina and Dollar, 2000). Одним из них является обеспечение доступа к нефти и энергии, производимой получающей страной. В конечном итоге, импорт нефти и газа имеет важное значение для бесперебойного функционирования большинства стран с развитой экономикой, которые являются основными поставщиками помощи в целях развития. С учетом этой задачи поддержание потока помощи в целях развития способствует двусторонним отношениям и облегчает доступ к этим ресурсам. Кроме того, поскольку крупные западные нефтяные компании имеют возможность получить контракт на добычу нефти, помощь является способом обеспечить высокую прибыль для компаний в странах-донорах.

Чтобы проверить, влияют ли объявления об открытии гигантских запасов нефти на помощь в целях развития, мы изучили их хронологию. В работе Horn (2011) и справочнике *OG Databook* (2013) задокументированы точное время открытий, а также местонахождение и объемы суммарных извлекаемых ресурсов нефти. Наши расчеты показывают, что в вошедших в выборку 170 странах за период с 1970 по 2012 годы средняя чистая приведенная стоимость обнаруженной нефти составляет 5 процентов ВВП. Обнаруженные гигантские месторождения нефти неравномерно распределены по миру. В результате

Значение помощи

Внешняя помощь — это лишь «капля в море» для некоторых стран-получателей. Для других же она составляет значительную долю их ВВП.

(Внешняя помощь в процентах ВВП)



Источники: Организация экономического сотрудничества и развития; таблицы Penn World Tables, версия 7.0.

Примечание. Показывает средние объемы годовой помощи в период 2000–2009 годов

мы смогли изучить влияние сроков открытия на помощь в целях развития в большом числе стран. Кроме того, с помощью эконометрических методов мы можем проанализировать влияние открытий на помощь в целях развития на протяжении типичного пятилетнего периода между объявлением об обнаружении запасов и началом производства (и, следовательно, получением прибыли).

Полученные нами результаты не указывают на наличие существенной взаимосвязи между открытием гигантских нефтяных месторождений и изменениями в помощи в целях развития. Для проверки устойчивости основного результата мы исследовали, остается ли он неизменным в случае только стран с низкими доходами или только стран Африки. Чтобы уменьшить вероятность погрешности измерений, мы также использовали данные по открытиям гигантских нефтяных месторождений из различных источников и пересмотрели взаимосвязи. Результаты являются устойчивыми и не указывают на какие-либо значительные изменения в помощи после объявления страной-получателем об обнаружении гигантских запасов. Кроме того, нет никаких сведений, которые указывали бы на то, что доноры сохраняют объемы помощи до начала производства, а затем сокращают ее: статистически значимой разницы через пять лет после объявления не наблюдается.

Поскольку в исследованиях делается вывод о том, что демократические страны, вероятно, получают большие объемы помощи, мы проверили, влияют ли политические характеристики стран-получателей (такие как уровень демократии) на увеличение объемов помощи после обнаружения гигантских запасов нефти. Мы обнаружили некоторые свидетельства того, что среди стран с низкими доходами после обнаружения гигантских запасов нефти демократические страны получают больше помощи, чем недемократические. Этот результат указывает на то, что открытия запасов нефти ведут к углублению отношений между донорами и странами-получателями, когда политическая система считается жизнеспособной в долгосрочной перспективе.

Помощь и управление

Мы не обнаружили больших изменений во внешней помощи странам, обнаружившим запасы нефти. Если единственной целью помощи является уменьшение бюджетных ограничений для развивающихся стран, то помощь может быть перераспределена в пользу других стран, которые не открыли у себя новых ресурсов. Но это был бы близорукий подход.

Например, прекращение потоков внешней помощи может подорвать усилия, направленные на улучшение управления в странах-получателях. Как уже обсуждалось, открытие нефти может вести к коррупции, конфликтам, расходам на проекты, служащие «казенной кормушкой», и увяданию ненефтяных секторов в экономике. Доноры могут использовать стимулы внешней помощи, несмотря на все ее недостатки, чтобы помочь получателям избежать этих ошибок, улучшить управление и руководить экономикой таким образом, чтобы компенсировать последствия роста курса валюты. Для того чтобы потоки внешней помощи продолжали подталкивать получателей в сторону повышения экономической эффективности и улучшения управления при ведущей роли демократических институтов, структура помощи должна включать в себя следующие аспекты:

- Обеспечение прочного механизма наращивания потенциала для усиления макроэкономического управления доходами от нефти. Это позволит странам преодолеть нестабильность, вызванную колебаниями цен на нефть, и справиться с неопределенностью относительно стоимости ресурсов, что является двумя крайне важными элементами управления доходами от нефти. Этот механизм должен также включать в себя баланс ненефтяного бюджета правительства (до уплаты любых про-

центов) в качестве основного показателя для оценки масштабов государственных расходов и вливания доходов от нефти в экономику. Это приведет к повышению устойчивости бюджета в долгосрочной перспективе и уменьшению уязвимости в краткосрочной перспективе.

- Снижение остроты проблем в обрабатывающей промышленности, вызванных ростом курса валюты, и обеспечение диверсификации экономики. Всемирная торговая организация возглавляет программу «Помощь в целях торговли», которая призвана помочь развивающимся странам устранить препятствия на стороне предложения и в области торговли, такие как низкие нормы безопасности и слабая региональная экономическая интеграция. Доноры могли бы рекомендовать получателям принять некоторые из предусмотренных в программе мер: например, развитие торговой инфраструктуры, такой как порты, для повышения конкурентоспособности ненефтяных секторов. Эти меры должны помочь устранить одну из основных проблем в малых странах с обнаруженными крупными запасами нефти — вытеснение других секторов.

- Укрепление демократических институтов в странах-получателях. Предъявление условий оказания помощи, как представляется, служит основным средством для стран-доноров, чтобы содействовать созданию более демократических и, следовательно, более легитимных структур управления (Knack, 2004). Исследователи пришли к выводу о том, что обнаружение запасов нефти часто ведет к усилению авторитарных режимов (Ross, 2001; Tsui 2011). Увязка помощи с совершенствованием демократических институтов после открытия нефти должна стать важным компонентом более широких основ политики по распределению помощи. ■

Рабах Ареки — старший экономист Исследовательского департамента МВФ, а Ритвик Банерджи — соискатель докторской степени от Университета Аархауса.

Данная статья основана на готовящемся к публикации рабочем документе МВФ «Aid vs. Oil: Can the Two Mix?» («Помощь и нефть: возможно ли их сочетание?»)

Литература:

- Alesina, Alberto, and David Dollar, 2000, “Who Gives Foreign Aid to Whom and Why?” *Journal of Economic Growth*, Vol. 5, No. 1, pp. 33–63.
- Arezki, Rabah, and Markus Brückner, 2011, “Oil Rents, Corruption, and State Stability: Evidence from Panel Data Regressions,” *European Economic Review*, Vol. 55, No. 7, pp. 955–63.
- , 2012, “Commodity Windfalls, Democracy and External Debt,” *The Economic Journal*, Vol. 122, No. 6, pp. 848–66.
- Frankel, Jeffrey, 2012, “The Natural Resource Curse: A Survey of Diagnoses and Some Prescriptions,” in *Commodity Price Volatility and Inclusive Growth in Low-Income Countries*, ed. by Rabah Arezki, Catherine Pattillo, Marc Quintyn, and Min Zhu (Washington: International Monetary Fund).
- Horn, Myron K., 2011, “Giant Oil and Gas Fields of the World.” www.datapages.com/AssociatedWebsites/GISOpenFiles/HornGiantFields.aspx
- Knack, Stephen, 2004, “Does Foreign Aid Promote Democracy?” *International Studies Quarterly*, Vol. 48, No. 1, pp. 251–66.
- OJG Databook, 2013 (Tulsa, Oklahoma: PennEnergy Research).
- Ross, Michael L., 2001, “Does Oil Hinder Democracy?” *World Politics* Vol. 53, No. 3, pp. 325–61.
- Tsui, Kevin, 2011, “More Oil, Less Democracy: Evidence from Worldwide Crude Oil Discoveries,” *The Economic Journal*, Vol. 121, No. 551, pp. 89–115.

**Читайте бесплатно
выдержки из наших
последних книг...**



**... о Китае,
энергетических субсидиях,
глобальной экономике,
Африке и по другим темам**

elibrary.imf.org/page/free/fdm

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

«Цепная» СТОИМОСТЬ



На сборочной линии авиалайнера Боинг-787 «Дримлайнер» в г. Эверетт, штат Вашингтон, США.

Мишель Рута и Мика Сайто

Рост выпуска продукции, произведенной в нескольких странах, меняет подход к созданию дохода и обеспечению экономического роста

НОВЕЙШИЙ авиалайнер производства компании «Боинг» (Боинг-787 «Дримлайнер») — хорошо известная продукция США, собранная в штате Вашингтон и продаваемая во всем мире, — более 80 процентов заказов поступает из-за пределов Соединенных Штатов.

«Дримлайнер» не только продается во всем мире, но и производится во всем мире. Многие его части и комплектующие производятся компаниями за пределами США, в том числе центральная часть фюзеляжа — Alenia (Италия), сиденья в кабине экипажа — Ipeco (Великобритания), шины — Bridgestone (Япония), шасси — Messier-Bugatti-Dowty (Франция) и люки грузового отсека — Saab (Швеция).

Самолеты — это только один пример производства с участием нескольких стран. Все чаще конечная продукция (такая как автомобили, сотовые телефоны и медицинское обо-

рудование) производится в одной стране с использованием вводимых ресурсов из многих других стран, отчасти в результате снижения в последние 20 лет торговых барьеров и затрат на транспорт и связь благодаря технологии. Эта эволюция, которую мы называем ростом глобальных цепочек (добавленной) стоимости, меняет способы создания дохода и обеспечения экономического роста. В то же время она сказалась и на характере конкуренции. Конкурируют ли страны за произведенные товары или труд и капитал, используемые в производстве? Изменения в характере конкуренции, в свою очередь, ведут к переменам в разработке торговой и другой политики, призванной повышать конкурентоспособность. В настоящей статье мы рассмотрим влияние роста глобальных цепочек стоимости на доходы и рост, показатели конкурентоспособности и торговую политику.

Впечатляющий рост

Рост торговли по отношению к совокупному объему производства в последние два десятилетия впечатляет, он в значительной степени отражает то, сколько раз промежуточная продукция пересекает границы. Отношение мирового экспорта к объему производства возросло с 20 процентов в 1995 году до 25 процентов в 1995–2009 годы (в 2008 году оно повысилось до 30 процентов перед его снижением во время глобального финансового кризиса). Это изменение еще больше впечатляет в некоторых странах — таких как Китай, где этот коэффициент повысился с 23 до 39 процентов, и страны северной части зоны евро, в которых он повысился с 30 до 40 процентов.

Рост валового экспорта по отношению к объему производства в какой-то степени объясняется более интенсивным использованием глобальных цепочек стоимости: растет число промежуточных вводимых ресурсов, перевозимых из одной страны в другую в рамках производственного процесса. Для производства только одного самолета «Дримлайнер» необходимо импортировать: люки грузовых отсеков из Швеции, шины из Японии, шасси из Франции и множество других компонентов от зарубежных поставщиков. При этом для оценки воздействия цепочек стоимости на рост и доходы необходимо рассматривать не только валовой экспорт. Стоимость экспорта страны (например, «Дримлайнера», продаваемого США) может значительно отличаться от стоимости, добавленной страной к своему экспорту. Так называемым экспортом добавленной стоимости в этом случае является доход от труда и капитала, созданный в США для экспорта авиалайнера.

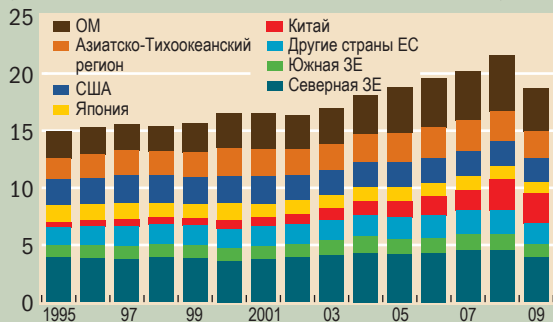
Важнейший вопрос заключается в том, создает ли рост глобальных цепочек стоимости благосостояние в странах, входящих в цепочку. Краткий ответ — да, но разными темпами и в разных экономиках. Большинство стран и все регионы увеличили свой вклад в мировое производство в виде экспорта. Но в некоторых из них этот рост шел более высокими темпами, чем в других. В мировой экономике экспорт добавленной стоимости возрос с 15 процентов мирового ВВП в 1995 году до примерно 20 процентов в 2009 году (см. рис. 1). С течением времени растет доход как от труда, так и от капитала, хотя доход на капитал растет быстрее, поскольку экспорт добавленной стоимости становится более капиталоемким.

Рисунок 1

Рост благодаря экспорту

Доля экспорта добавленной стоимости в объеме мирового производства выросла с 16 процентов в 1995 году до примерно 20 процентов в 2009 году.

(Доля экспорта добавленной стоимости, в процентах мирового ВВП)



Источники: глобальная база данных «затраты-выпуск» и оценки персонала МВФ.

Примечание. ОМ = остальной мир, Южная ЗЕ = южная часть зоны евро, Северная ЗЕ = северная часть зоны евро, другие ЕС = другие европейские страны.

Рост не сводится к промышленному производству: доход в глобальных цепочках стоимости все чаще создается экспортом услуг, многие из которых подвержены риску перевода в офшорные зоны или передачи по субподряду. Доходы, полученные прямо или косвенно от экспорта финансовых услуг, услуг связи, деловых и других услуг, в рамках экспорта продукции об-

Доход в глобальных цепочках стоимости все чаще создается экспортом услуг.

рабатывающей промышленности, возросли с 6 процентов мирового объема производства в 1995 году до почти 9 процентов в 2008 году.

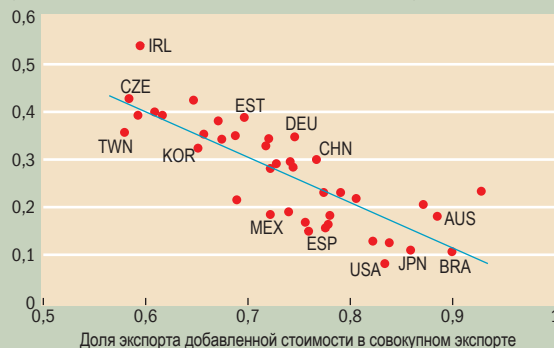
Увеличение экспорта добавленной стоимости объясняется рядом факторов, но, по всей видимости, важную роль играет участие в глобальных цепочках стоимости. Рассмотрим страны, которые специализируются на стадии сборки. Они ввозят дорогие основные вводимые ресурсы, добавляя относительно незначительную стоимость к этим вводимым ресурсам и экспортируют товары, добавленная стоимость которых в основном иностранного происхождения. В этих странах отношение экспорта добавленной стоимости к валовому экспорту обычно ниже. Но, несмотря на выполнение ими задач по сборке с низкой добавленной стоимостью, их экспорт все же создает значительную часть дохода страны — то есть в этих странах высокое отношение экспорта добавленной стоимости к ВВП (см. рис. 2). Это также страны, в которых наблюдались относительно высокие темпы экономического роста с середины 1990-х годов, что

Рисунок 2

Создание дохода

Страны, специализирующиеся на сборочном производстве, возможно, добавляют незначительную стоимость к иностранным вводимым ресурсам, но при этом производят значительную долю национального дохода за счет экспорта.

(Доля экспорта добавленной стоимости в ВВП, 2009 год)



Источники: глобальная база данных «затраты-выпуск» и оценки персонала МВФ.

Примечание. AUS = Австралия, BRA = Бразилия, CHN = Китай, CZE = Чешская Республика, DEU = Германия, ESP = Испания, EST = Эстония, IRL = Ирландия, JPN = Япония, KOR = Корея, MEX = Мексика, TWN = Тайвань (провинция Китая), USA = США.

указывает на важные эффекты обучения и другие виды положительных вторичных эффектов подключения страны к глобальным цепочкам стоимости для остальной экономики. Например, отечественные фирмы, специализирующиеся на сборке, могут извлечь косвенные выгоды из соприкосновения с новой технологией, использованной иностранными фирмами, или улучшения делового климата, связанного с иностранными инвестициями.

Изменения в конкуренции

С декабря 2012 года, когда Синдзо Абэ стал премьер-министром Японии, курс иены (японской валюты) снизился примерно на 20 процентов по отношению к евро и доллару, что может повлиять на страны Азии, являющиеся торговыми партнерами Японии, по двум направлениям. Это может означать, что их экспорту приходится конкурировать со значительно подешевевшей японской продукцией. Но снижение курса иены может также снизить стоимость промежуточных вводимых ресурсов, которые эти страны покупают у Японии. Какой эффект окажется сильнее, зависит от того, в какой степени каждый торговый партнер непосредственно конкурирует с японской продукцией, и от значения импорта из Японии в продукции этих стран, производимой в рамках глобальных цепочек стоимости.

Стандартный подход экономистов к измерению ценовой конкурентоспособности страны состоит в том, чтобы рассчитать ее реальный эффективный валютный курс, который по существу измеряет покупательную способность валюты по отношению к корзине валют стран – торговых партнеров (см. «Зачем нужны реальные валютные курсы?» в сентябрьском выпуске *Ф&Р* за 2007 год.) Этот показатель, однако, основан на допущении о том, что предметом купли-продажи являются только товары и что каждый товар полностью производится в одной стране. Очевидно, что в мире с цепочками стоимости это допущение не справедливо. В последние годы сложились два подхода к отражению международной сегментации производства

при измерении реального эффективного валютного курса. Они оба предоставляют полезные новые идеи, но под несколько различными углами.

Один из подходов (Bems and Johnson, 2012) заключается в построении индекса, измеряющего конкурентоспособность в виде задач, выполняемых для производства товаров, а не самих товаров. Такой индекс в большей степени пригоден для измерения конкурентоспособности факторов производства

Ряд важных соглашений о свободной торговле не носят глобального характера, но охватывают многие крупные экономики.

страны (то есть, труда и капитала). Второй подход (Bayoumi, Saito, and Turunen, 2013) измеряет конкурентоспособность товаров, производимых в стране, с учетом присутствия в их производстве импортных вводимых ресурсов. Это индекс лучше измеряет конкурентоспособность товаров, вывозимых из страны.

Эмпирические расхождения между стандартным реальным эффективным валютным курсом и новыми индексами, включающими операции глобальных цепочек стоимости, значительны. Например, в Китае реальный эффективный валютный курс повышается еще на 14–27 процентов в период 1990–2011 годов по сравнению со стандартным показателем (см. рис. 3). Другими словами, Китай представляется менее конкурентоспособным, чем это можно предположить на основании расчетов реального обменного курса, главным образом потому, что новые показатели лучше отражают быстрый рост затрат на заработную плату и другие факторы в Китае (относительно его партнеров по торговле) за этот период. Масштаб дополнительного снижения курса меняется в зависимости от того, измеряется ли конкурентоспособность в товарах или задачах.

В глобальные цепочки стоимости входят не только отношения между покупателем и продавцом конечных товаров — также как в покупку самолета «Дримлайнер» вовлечены не только США и страна-покупатель, но и все страны в цепочке добавленной стоимости в процессе производства этого авиалайнера. По этой причине изменения обменных курсов валют стран, входящих в цепочку добавленной стоимости, бывают важнее и сложнее, чем показывают стандартные показатели реального эффективного валютного курса. Новые индексы стали шагом вперед в выявлении сложности отношений в цепочке добавленной стоимости, хотя для их превращения в инструмент повседневного анализа мер политики потребуются провести дополнительную работу и получить дополнительные данные.

Размытые границы

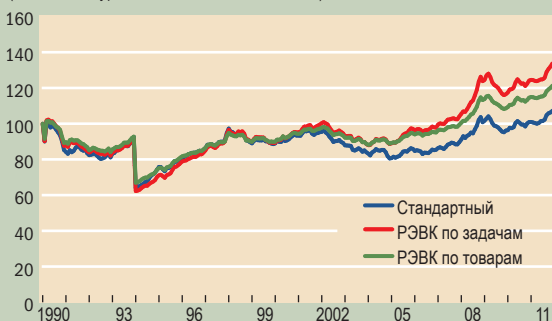
Несмотря на то, что переговоры о мировой торговле под эгидой Всемирной торговой организации (ВТО) в рамках так называемого Дохинского раунда, зашли в тупик, продолжаются переговоры по ряду важных соглашений о свободной торговле, которые не носят глобального характера, но охватывают многие крупные экономики и включают значительную часть объема мировой торговли. Например, в 2013 году США и ЕС начали переговоры о так называемом Трансатлантическом партнерстве

Рисунок 3

Под другим углом

Для такой страны, как Китай, ее конкурентоспособность, измеряемая реальным эффективным валютным курсом (РЭВК), меняется при расчете РЭВК с включением операций глобальных цепочек стоимости.

(Индекс конкурентоспособности; 1990 = 100)



Источники: база данных «затраты-выпуск» на двусторонней основе Организации экономического сотрудничества и развития и оценки персонала МВФ.

Примечание. Стандартный РЭВК измеряет покупательную способность страны по отношению к корзине валют торговых партнеров страны на основе допущения, согласно которому предметом купли-продажи являются товары конечного потребления, произведенные полностью в каждой стране. РЭВК по задачам измеряет конкурентоспособность по задачам, выполненным для производства товаров. РЭВК по товарам измеряет конкурентоспособность товаров, произведенных в стране, с учетом импортных товаров, использованных в их производстве.

в области торговли и инвестиций (ТПТИ). Другим важным пактом о свободной торговле, находящимся на стадии переговоров, является Транстихоокеанское партнерство (ТТП) с участием 13 стран. Рост цепочек стоимости — усложнивший международную торговлю и размывший границы между торговой и внутренней экономической политикой — требует такого типа новых правил торговли, которые часто согласуются в рамках таких соглашений о торговле.

В цепочках поставок смешивается поток товаров, инвестиций, услуг, технологии и людей, пересекающий границы. В работе Baldwin (2011) это переплетение называется «торговлей в рамках цепочки поставок». Такая торговля заметно отличается от традиционной торговли конечными товарами. Для торговли в рамках цепочки поставок фирмы должны создать производственные объекты во многих странах и связать эти фабрики между собой — наладив перемещение кадров, капитала и технологий между многочисленными точками.

Перед директивными органами стоят две задачи. Во-первых, внутренняя экономическая политика стала более ощутимым барьером для международной торговли, чем в прошлом. Например, глобальные цепочки стоимости страдают от слабой защиты интеллектуальной собственности и инвестиционных прав, потому что перевод производства в другую страну (в офшорную зону) усиливает риск для ноу-хау (знаний) и капитала фирмы. Во-вторых, рост глобальных цепочек стоимости создает новые формы международных вторичных эффектов мер политики, поскольку выбор правительства мер экономической политики, влияющий на внутренний компонент международной производственной цепи, влияет и на полную стоимость цепочки. Эти проблемы вызывают необходимость в международной договоренности по экономической политике. Но содержание этих соглашений уже не сводится к тому, чтобы удержать страны от искушения пойти на саморазрушительные тарифные войны, а включает обеспечение согласования странами мер политики, регулирующих разные части цепочки добавленной стоимости сложных товаров наподобие авиалайнера «Дримлайнер».

Новые правила и дисциплина, лежащая в основе роста торговли в цепочке поставок, составлялись и разрабатываются главным образом, но не исключительно, в новых соглашениях о свободной торговле, заключенных в результате переговоров. Эти соглашения часто содержат обеспеченные правовой санкцией положения, выходящие за рамки обязательств, согласованных в рамках ВТО (WTO, 2011). В обследовании 96 соглашений о свободной торговле, охватывающих 90 процентов мировой торговли, ВТО обнаружила, что основные правила, введенные этими соглашениями, регулируют политику в области конкуренции, права интеллектуальной собственности, инвестиции и движение капитала. Например, 73 процента рассматриваемых соглашений включают обязательства по политике в области конкуренции, выходящие за рамки действующего мандата ВТО. Из целого ряда факторов, стоящих за новой волной соглашений о свободной торговле (включая геополитические соображения и трудности многосторонних переговоров в рамках ВТО) большое значение имеет необходимость в надлежащем управлении торговлей в рамках цепочки поставок.

У этой взаимосвязи между соглашениями о свободной торговле и глобальными цепочками стоимости есть общие экономические последствия, которые часто остаются без внимания в дискуссиях о мерах политики:

- Соглашения о структуре торговли повлияют на будущую географию цепочек добавленной стоимости, вынуждая опоздавших принимать правила, согласованные другими. Это может создать риск фрагментации регулирования международной системы торговли и помешать дальнейшему развитию цепочек добавленной стоимости. Поиск путей придания много-

стороннего характера соглашениям о свободной торговле является важной задачей.

- Новая волна соглашений о торговле усилит передачу воздействия мер политики и экономических шоков между сторонами соглашений и ослабит передачу воздействия между ними и другими странами. Это объясняется тем, что фирмы, занимающиеся трансграничным производством, неизбежно более уязвимы в случае непредвиденных событий (например, землетрясений), которые нарушают поставку вводимых ресурсов, соответствующих требованиям заказчика.

- В центре экономических моделей для оценки эффекта торговых соглашений обычно стоят последствия отмены высоких тарифов в защищенных секторах. Однако, в мегасоглашениях о свободной торговле, такие как ТПТИ и ТТП, в основном входят нетарифные меры, многие из которых относятся к решениям о трансграничном производстве, непосредственно влияющим на рост. В результате воздействие этих соглашений на экономическое благосостояние может существенно отличаться от последствий, которые в настоящее время предполагаются в дискуссиях об экономической политике.

Экономические последствия

В последние 20 лет рост глобальных цепочек стоимости изменил характер международной торговли с последствиями для, среди прочего, создания дохода, показателей конкурентоспособности и разработки торговой политики. Вывод прост: последние события в сфере торговли имеют серьезные макроэкономические последствия, в том числе для экономического роста, конкурентоспособности стран и передачи воздействия шоков.

Наши исследования указывают на три общих заключения. Глобальные цепочки стоимости вносят вклад в благосостояние, но разными темпами и в разных странах. Они также влияют на концепцию конкурентоспособности, усиливая значение отражения производства фирм, пересекающего несколько границ. Наконец, глобальные цепочки стоимости усиливают взаимозависимость стран и, соответственно, необходимость в сотрудничестве стран в сфере экономической политики. ■

Мишель Рута — старший экономист Департамента по вопросам стратегии, политики и анализа МВФ, а Мика Сайто — старший экономист Департамента стран Африки МВФ.

Настоящая статья основана на документе МВФ по вопросам политики 2013 года "Trade Interconnectedness: The World with Global Value Chains" («Взаимосвязанность торговли: мир с глобальными цепочками стоимости»).

Литература:

Baldwin, Richard, 2011, "21st Century Regionalism: Filling the Gap between 21st Century Trade and 20th Century Trade Rules," CEPR Policy Insight No. 56 (London: Centre for Economic Policy Research). <http://dev3.cepr.org/pubs/PolicyInsights/PolicyInsight56.pdf>

Bayoumi, Tamim, Mika Saito, and Jarkko Turunen, 2013, "Measuring Competitiveness: Trade in Goods or in Tasks?" IMF Working Paper 13/100 (Washington: International Monetary Fund). www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp13100.pdf

Bems, Rudolfs, and Robert C. Johnson, 2012, "Value-Added Exchange Rates," NBER Working Paper No. 18498 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

World Trade Organization (WTO), 2011, World Trade Report: The WTO and Preferential Trade Agreements: From Co-existence to Coherence (Geneva). www.wto.org/english/res_e/publications_e/wtr11_e.htm

Игра слов



Erez Aiden and Jean-Baptiste Michel

Uncharted

Big Data as a Lens on Human Culture

Riverhead Books, New York, 2013, 288 pp., \$27.95 (cloth).

В этой книге много говорится о «не нанесенных на графики» (uncharted) областях. Но Эрез Айден и Жан-Батист Мишель при этом не подразумевают, что какие-то аспекты не охвачены анализом — на самом деле более уместно было бы назвать эту книгу «Все, что нанесено на графики».

В книге рассказывается о работе по сбору миллиардов слов, содержащихся во всех книгах мира, — слов, которые ранее терялись в смысле текста (то есть не отображались графически), но теперь их можно нанести на графики в свое удовольствие. Авторы надеются, что этот процесс позволит нам открыть для себя интересные аспекты нашей культуры, которые они называют «культуромикой». Айден и Мишель работали совместно с Google над созданием мощного веб-приложения, но их утверждения относительно его полезности, пожалуй, преувеличены.

При этом книге не откажешь в занимательности. Об этом можно догадаться с первых строк, в которых Айден благодарит своих трех детей и упоминает второе имя своей дочери: Банана. (По крайней мере, он последователен в своей эксцентричности: его сына зовут Галилео.)

Я совсем не против занимательности. Но Айден и Мишель проводят важную научную работу, и использование «занятных» приме-

ров не идет ей на пользу. Нет нужды просеивать большие массивы данных, чтобы убедить нас в том, что слово «чупакабра» (кровососущее животное, которое якобы видели в Пуэрто-Рико в 1995 году) встречается намного реже, чем «снежный человек» или «лохнесское чудовище». Представляется также несерьезным проследить на графике меняющийся характер использования междометий «argh» и «aargh» в книгах, опубликованных приблизительно с 1940-х годов по 2000 год (начальную дату трудно определить по воспроизводимому в книге графику). На суперобложке книги приводится цитата из журнала *Mother Jones*, в которой приложение Ngram Viewer названо «самым большим расхитителем времени в истории интернета». Издатель поступил довольно смело, процитировав этот отзыв.

Документировать историю культуры, используя роботов для считывания каждого слова в каждой когда-либо опубликованной книге — масштабная задача. Что же я имею в виду, говоря, что многое остается за рамками этой работы? Айден и Мишель признают, что они ведут поиск лишь в малой выборке всех слов, и хотя, по их словам, Google уже отсканировал примерно 30 млн книг (теперь уже, наверное, больше), все еще остается около 100 миллионов.

Кроме того, если признать, что употребление слова может служить ключом к истории нашей культуры, в этой книге не рассматриваются многие из возможных источников: статьи в газетах и журналах, письма, кинофильмы, интервью по телевидению и радио, расшифровки записей, лекции, то есть, по сути, все написанное или сказанное, но не изданное в виде книг. Кроме того, книги после написания нередко редактируются и корректируются для устранения грамматических и орфографических ошибок, не говоря уже о переводе на другие языки. Каждому автору известно, что редакторы вносят изменения в текст в соответствии со стилистическими особенностями, принятыми в данном издательстве. Я не уверен, что тексты книг, даже если их 30 миллионов, могут служить достоверным источником информации о меняющемся словоупотреблении.

Наверное, Айден и Мишель возразили бы, что им приходится работать только с теми книгами, которые отсканировал Google, но учитывая недостающие элементы, их утверждение от-

носительно «окна в культуру человечества» может показаться слишком смелым.

Что можно сказать о графиках: их много, и они приводятся в упрощенной форме, в черно-бело-серой гамме, с построением диаграммы непосредственно из данных. В простых графиках как таковых нет ничего плохого, но относительный недостаток меток и координатных линий, а также то, что сами линии графиче-

В книге рассказывается о работе по сбору миллиардов слов, содержащихся во всех книгах мира.

ков (число которых может достигать шести) показаны почти не различающимися оттенками серого, существенно затрудняет чтение. Авторы отсылают нас к веб-источникам, где все эти проблемы решены: линии показаны контрастными цветами, и щелкнув на них в любой точке, можно увидеть метку и дату. Это может служить примером разницы между графическими изображениями в печати и интернете.

Но давайте смотреть на вещи позитивно. Авторы проявляют мужество, не пытаясь уклониться от обсуждения вопросов авторского права, возникающих при сканировании книг, или, казалось бы, неэтичных «теневых» способов обходить эти вопросы. В книге приводится прелестный рассказ об эксперименте, поставленном в 2002 году Ларри Пейджем и Мариссой Майер, которые выяснили, сколько может потребоваться времени для сканирования всех книг в мире. По-видимому, это заняло бы «тысячелетия, даже целые эпохи». Так как же авторы справились с этой проблемой? Читайте книгу; это очень занимательно!

Найджел Холмс,

Ведущий сайта *Explanation Graphics*, автор — в числе последних книг *Wordless Diagrams* и *The Book of Everything*

Всеобщее мерило цен, но не истинной ценности



Diane Coyle

GDP

A Brief but Affectionate History

Princeton University Press, Princeton, New Jersey, 2014, 168 pp., \$19.95 (cloth).

Почему такой умница, как Аристотель, не придумал понятие валового внутреннего продукта (ВВП) 2000 лет назад — ведь слово «экономика» происходит от греческого *oikos* (домашнее хозяйство)? Дело в том, что Аристотель занимался изучением движущихся объектов, например, луны и планет.

В течение приблизительно 50 000 лет ВВП оставался неподвижным. Во времена Аристотеля не было канала CNBC, который бы вызывал потрясения на рынках, сообщая о колебаниях ВВП. И никто не рассчитывал, что будет жить лучше, чем его родители. Конечно, людей беспокоили проблемы денег и долга. В первом десятилетии XVI века Генрих VIII приказал своим казначеям присматривать за его расходами в местном пабе, а также за его расходами на войны с Францией, но Генриху и в голову не пришло бы спрашивать, повысились ли ВВП на душу населения за прошедший год.

В умной и доходчивой новой книге Дианы Койл, *“GDP: A Brief but Affectionate History”* (ВВП: краткая история, рассказанная с любовью), идет речь об истории этой числовой конструкции двадцатого века, которая каждые три месяца грозит отставкой премьер-министрам. Койл, прежде всего, напоминает нам, что поставлено на карту, — не в древней Греции, а в современных Афинах, где руководитель статистического ведомства этой страны называет свою работу видом «боевых единоборств». Она делится рассказом своей подруги Паолы Субаччи из аналитического центра Chatham House, которая посетила это ведомство в Греции, ожидая увидеть суперкомпьютеры — или хотя

бы счеты. Вместо этого, поднявшись по лестнице жилого здания постройки 1950-х годов, она оказалась в «пыльной комнате, где находилось несколько человек», но совсем не было компьютеров.

Тем не менее, национальные статистические ведомства должны выдавать какой-то продукт, и они зачастую подтасовывают данные, стремясь продать облигации и уговорить других предоставить стране помощь. Койл высказывает мнение, что китайские чиновники иногда похваляются своим мощным ВВП, а иногда преуменьшают его, чтобы вписаться в критерии для получения помощи. После распада Советского Союза я посетил Санкт-Петербург в России. В моих старых учебниках по экономике говорилось, что СССР при коммунистической системе имел высокие темпы роста. Даже нобелевский лауреат Пол Самуэльсон публиковал такие сомнительные цифры. Но мне было достаточно вдохнуть затхлый воздух в вешающем музее Эрмитаж, чтобы понять: проблема коммунизма была не в его неспособности утнаться за Западом, а в том, что он не мог удержаться на уровне 1917 года!

Койл решает важную задачу, напоминая нам, что сама формула расчета ВВП ($C + I + G + [X - M]$), или потребление плюс инвестиции плюс государственные расходы плюс чистый экспорт, дает руководителям государства стимул тратить больше денег. Почему? Да потому что увеличение государственных расходов тавтологически повышает общую сумму. Все, что нужно сделать руководителю, это открыть кран расходов, и можно быть уверенным в том, что его счетоводы насчитают прибавку к ВВП. Кроме того, сумма государственных расходов исчисляется по заработной плате государственных служащих, а не стоимости их продукта. Один из моих студентов в Гарварде как-то высказал мнение, что, учитывая эту тавтологию, руководители, которые готовы хоть иногда подумать о введении строгой экономии бюджетных средств, заслуживают особых почестей.

Койл также прекрасно справляется с задачей анализа других недостатков ВВП, в том числе парадоксальных случаев, когда, например, вдовец, женясь на своей домработнице, снижает ВВП, поскольку теперь уже не платит ей жалованье. Особенно трудно правильно оценить услуги в информационной экономике. Последний пример из реальной жизни: я разработал новую числовую матрицу в качестве пособия для детей в изучении арифметики. Когда дети осваивают сложение при помощи этой матрицы, ко-

торая называется Math Arrow, они повышают свой учебный потенциал, скажем, на сто тысяч долларов. Но это приложение стоит 4,99 доллара. Возникает ли добавленная стоимость на сто тысяч долларов при каждом скачивании этой матрицы, или только в некоторых случаях?

После разбора недостатков ВВП Койл спрашивает, можем ли мы придумать что-то лучше, и проходит по списку конкурирующих показателей, включая индекс развития человеческого потенциала (ИРЧП), показатель экономического благосостояния и различные индексы счастья. Она с полным основанием дает им скептическую оценку, особенно показателям, распространяемым гуру, сулящими счастье, и демагогами. Уго Чавес называл ВВП «капиталистическим заговором». Но альтернативные показатели еще легче вывернуть в любую удобную сторону. Например, в 2009 году «Индекс счастливой планеты» вывел Коста-Рику на первое место среди всех стран; не намного от нее отстала Куба, занявшая седьмое место. Также, согласно этому индексу, жители Палестинской автономии счастливее и здоровее израильтян. Если бы представитель израильских кругов стал доказывать, что палестинцы живут лучше, его бы подняли на смех или забросали камнями. И, кстати, США оказались в этом списке на 114-м месте. Странно, что мне не приходилось видеть лодок с эмигрантами, отплывающих из Майами на Кубу. Так что Койл правильно делает, что препарирует недостатки ВВП и в то же время выступает с предостережением относительно негативных последствий его возможной кончины.

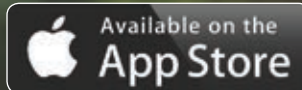
Я заметил только одно упущение в ее в остальном кратком, но мастерски написанном трактате. Оценивая уровень жизни в той или иной стране, я часто задаю следующий простой вопрос: сколько часов нужно работать среднему работнику, чтобы купить курицу? В 1920-е годы президент Герберт Гувер в своей избирательной кампании обещал «по курице в каждой кастрюле». В те времена, чтобы заработать на курицу, требовалось два с половиной часа. Сегодня достаточно менее 15 минут. Я бы сказал, что это прогресс. Если, конечно, вы не курица.

Тодд Бухгольц,

бывший директор управления Белого дома по вопросам экономической политики, автор книги *New Ideas from Dead Economists* и исполнительный директор *Sproglit, LLC* (компания, разрабатывающей учебное программное обеспечение)

F&D on the go

New F&D app available on



- **Download free via Apple, Google Play, or Amazon**
- **Watch videos, listen to podcasts**
- **Subscribe now!**

Финансы и развитие, Март 2014 года \$8,00



MFIRA2014001

Финансы и развитие Март 2014