ФР&

ФИНАНСЫ И РАЗВИТИЕ

www.imf.org/fandd
Декабрь 2008 года

Кризис поражает Азию

Трещины в системе

Бланшар: дорога к возобновлению роста

Эль-Эриан о механизмах защиты, которые не сработали

«*Иррациональная эйфория*». Интервью с автором книги Шиллером

Критический анализ рецессий в 122 странах

Кризис через призму истории

Мировая экономика в условиях СТРЕССА

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

ГЛАВНЫЙ РЕДАКТОР
Джереми Клифт

СТАРШИЕ РЕДАКТОРЫ
Камилла Андерсен
Арчана Кумар
Джеймс Рове
Саймон Уилсон

МЛАДШИЕ РЕДАКТОРЫ
Маурин Берке
Глен Готтселиг
Серджио Негретте Карденас
Натали Рамирес-Джумена
Хаир Родригес

ХУДОЖЕСТВЕННЫЙ РЕДАКТОР
Луиса Менхивар

ХУДОЖНИК-ГРАФИК
Лай Ой Луи

ПОМОЩНИКИ РЕДАКТОРА
Лиджун Ли
Келли Макколум
Николь Брайнен-Кимани

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

ИЗДАНИЕ НА РУССКОМ ЯЗЫКЕ
подготовлено Отделом переводов МВФ

РЕДАКТОР
Александра Акчурина

КОМПЬЮТЕРНАЯ ВЕРСТКА
The Word Express, Inc.

Услуги подписчикам, изменение адреса и заявки на рекламу:
IMF Publication Services
700 Nineteenth Street, NW
Washington, DC, 20431, USA
Телефон: (202) 623-7430
Факс: (202) 623-7201
Эл. почта: **publications@imf.org**

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

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

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

ФИНАНСЫ & РАЗВИТИЕ ЕЖЕКВАРТАЛЬНЫЙ ЖУРНАЛ МЕЖДУНАРОДНОГО ВАЛЮТНОГО ФОНДА
Декабрь 2008 • Выпуск 45 • Номер 4

ОСНОВНЫЕ СТАТЬИ

МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА В УСЛОВИЯХ СТРЕССА

8 **Трещины в системе**
Ремонт поврежденной глобальной экономики
Оливье Бланшар

11 **Предотвращение будущих кризисов**
Приоритетные задачи реформы системы регулирования после обвала
Ноэль Сакаса

15 **Незабываемый кризис**
Доводы в пользу модернизации многосторонней системы
Мохамед Эль-Эриан

18 **Кризис через призму истории**
Текущий финансовый кризис свиреп, но история подсказывает способы предотвращения новой Великой депрессии
Чарльз Коллинз

21 **Стокгольмские решения**
Важнейший урок из опыта скандинавских стран заключается в необходимости активного участия государства в преодолении кризиса
Стефан Ингвес и Геран Линд

24 **Дорога к восстановлению. Опыт Японии**
Необходима стратегия решения проблем ликвидности и платежеспособности
Кеннет Кан и Муртаза Саед

26 **Когда кризисы накладываются друг на друга**
Рецессии, сопровождающиеся сокращением кредита или спадом цен на активы, глубже и продолжительнее
Стийн Классенс, М. Айхан Козе и Марко Э. Терронес

29 **Игра в догонялки**
Арчана Кумар обращается к Майклу Спенсу и Махмуду Мохьелдину с вопросом о том, что обусловливает экономический рост в хорошие и плохие времена

34 **Глобальные финансовые потрясения проверяют Азию на прочность**
В условиях распространяющегося глобального финансового кризиса сможет ли Азия выдержать бурю?
Кеннет Кан и Жак Миниан

37 **Обеспечение продовольственной безопасности**
Торговая политика должна дополняться другими мерами для обеспечения доступности продовольствия для всех
Марош Иванич и Уилл Мартин

40 **Инвестиции «по соседству»**
Страны-производители нефти в районе Персидского залива инвестируют нефтедоллары в другие страны Ближнего Востока, и эта тенденция должна сохраниться даже при снижении цен на нефть
Махмуд Мохьелдин

Следующий этап кризиса

ФИНАНСОВЫЙ кризис угрожает перейти в глубокую и продолжительную глобальную рецессию. В ответ на это денежно-кредитные и финансовые органы предпринимают беспрецедентные шаги к восстановлению доверия и потока кредита, а также пытаются ограничить степень сокращения экономики при помощи экстренных мер и налогово-бюджетных стимулов. В то же время регулирующие и директивные органы заостряют внимание на неотложной потребности в реформах регулирования и надзора — одном из важных вопросов повестки дня в ходе встречи Группы 20-ти, состоявшейся в ноябре этого года в Вашингтоне, который будет продолжать решаться в течение 2009 года.

В этом номере «*Ф&Р*» главный экономист МВФ Оливье Бланшар рассматривает вопросы о том, как мировая экономика дошла до такого тяжелого состояния и что следует предпринять по этому поводу как в ближайшей, так и в среднесрочной перспективе. Он приводит убедительные аргументы в пользу того, чтобы страны, которые могут себе это позволить, использовали четко адресное увеличение бюджетных расходов в краткосрочном плане для стимулирования экономического роста и более гибкий курс налогово-бюджетной политики в долгосрочном плане.

В июньском номере нашего журнала мы анализировали источники кризиса. В нынешнем номере изучаются возможные варианты регулирования, аргументы в пользу модернизации многосторонней системы и попытки извлечь уроки из истории. Мы узнаем мнения ряда ведущих ученых-экономистов: Роберта Шиллера — о вздутых ценах на активы; Майкла Спенса и Махмуда Мохьелдина — о кризисе и его влиянии на экономический рост; и Мохамеда Эль-Эриана — о последствиях для международного регулирования. Кроме того, в этом одном из самых насыщенных выпусков «*Ф&Р*» за все времена мы рассматриваем негативные последствия «другого кризиса», связанного с ценами на продукты питания и топливо, которые достигли наивысшей точки в середине 2008 года, выделяя проблемы продовольственной безопасности, инвестирования нефтедолларов и бедности.

Джереми Клифт,
главный редактор

42 **Шанс Нигерии исправить ситуацию**
Превращая в благо сверхприбыли Нигерии от нефти
Нгози Оконджо-Ивеала

45 **Аспекты региональной интеграции, связанные с экономической географией**
Региональная интеграция при правильной постановке дела содействует подключению развивающихся стран к мировым рынкам
Уве Дайхманн и Индермит Гил

РУБРИКИ

2 **Письма**
Ведер ли Мауро об управлении
Кто виноват в кризисе свободного рынка?

3 **Новости МВФ**
Новый механизм поддержки ликвидности МВФ
Пересмотр механизма финансирования для преодоления внешних шоков
Приоритеты надзора МВФ
Кредиты Украине и Венгрии
Конференция в Танзании

4 **Люди в экономике**
От провидца к новатору
Паоло Мауро берет интервью у Роберта Шиллера

32 **Представьте себе**
Составляющие устойчивого высокого роста
Натали Рамирес-Джумена и Хаир Родригес

48 **Возвращение к основам**
Что такое валовой внутренний продукт?
Тим Каллен

50 **Книжное обозрение**
The Arab Economies in a Changing World, Marcus Noland and Howard Pack
Rivals: How the Power Struggle Between China, India and Japan Will Shape Our Next Decade, Bill Emmott
The Great Inflation and Its Aftermath: The Past and Present of American Affluence, Robert J. Samuelson
Termites in the Trading System: How Preferential Trade Agreements Undermine Free Trade, Jagdish Bhagwati

54 **Откровенный разговор**
Джастин И-Фу Линь. **Меняющиеся представления о бедности**
Пересмотренная статистика бедности может углубить понимание процесса развития

56 **Крупным планом: Саудовская Аравия**

57 **Индекс статей 2008 года**

Фотографии: обложка — Леверетт Брэдли/Corbis; стр. 3 — Виктор Коротаев/Reuters; стр. 4 — Стивен Яффе/МВФ; стр. 8–9 — Image Source/Corbis; стр. 12 — Лэнс Нельсон, Corbis; стр. 15 — Руди Салген, Corbis; стр. 18 — Bettman/Corbis; стр. 21 — Петер Бьоркегрен/Etsa/Corbis; стр. 24 — TWPhoto/Corbis; стр. 26 — Билл Паглиано/Getty Images; стр. 30–31 — Майкл Спилотро/Фотостудия МВФ; стр. 32–33 — Коичи Кахино/amanaimages/Corbis; стр. 34–35 — Манан Ватсиаяна/AFR/Getty Images; стр. 37 — Эд Каши/Corbis; стр. 40 — Пол Дауд/Eye Ubiquitous/Corbis; стр. 42–43 — Эд Каши/Corbis; стр. 45 — Imageplus/Corbis; стр. 50, 51, 52, 53 — Фотостудия МВФ; стр. 54 — Райан Рэйберн/Всемирный банк.

ПИСЬМА

В РЕДАКЦИЮ

Ведер ди Мауро об управлении

Было чрезвычайно интересно прочитать интервью с экономическим советником, уроженкой Швейцарии Беатрис Ведер ди Мауро (сентябрь 2008 года). Решение Германии ввести Ведер ди Мауро в состав Совета экономических экспертов подчеркивает открытость страны навстречу модели развития, ориентированной на результаты и движимой заботой об интересах общества.

Я согласен с Ведер ди Мауро в том, что западные страны, МВФ и Всемирный банк должны начать сокращать помощь развивающимся странам, имеющим ужасающие показатели управления. Напротив, я за то, чтобы многосторонние организации направляли гранты и помощь на цели развития человеческих ресурсов частному сектору, который в последнее время продемонстрировал в Африке, что он готов поддерживать развитие инфраструктуры этого континента с помощью принципиально новых публичных размещений ценных бумаг в области телекоммуникаций и банковской деятельности.

Роберт М. Ойуоле,
Нигерия

Кто виноват?

Мы оказались перед лицом того, что некоторые комментаторы называют «землетрясением на рынках».

Эта непредвиденная проблема, которая первоначально возникла в одном секторе экономики США, а теперь превратилась в угрозу для глобальной финансовой системы, воскрешает в памяти статью Карло Коттарелли и Изабель Матеуш-и-Лаго «Помогая глобальной экономике держаться в форме» (сентябрь 2007 года). В ее первом предложении говорится: «С экономической точки зрения ни одна страна не является изолированной». Сегодня мы можем подтвердить правоту этого утверждения. Мы являемся свидетелями того, как меры экономической политики (при всем их несовершенстве) в одной крупной стране могут «передавать шоки через границы с чрезвычайно высокой скоростью».

В статье утверждается: «В настоящее время модель деятельности МВФ подвергается широкому пересмотру, который должен гарантировать, что Фонд сможет и впредь осуществлять свой базовый мандат — содействовать международной финансовой стабильности». Согласно авторам статьи, этот мандат включает надзор МВФ за экономикой его государств-членов и, в более широком плане, за международной валютно-финансовой системой в целях обеспечения ее эффективного функционирования с выявлением любых синергетических эффектов или несоответствий между мерами политики 185 государств-членов.

Я считаю, что на системе свободного рынка сказались действия людей, принимающих неправильные решения, — либо из-за того, что они заблуждаются, либо из-за того, что они имеют скрытые мотивы. Надеюсь, что капиталистическая система не будет подорвана этим событием, и будут приняты меры по преодолению кризиса и возобновлению нормального функционирования глобальной экономики. Однако остается открытым вопрос о том, будут ли надзорные органы США или любая международная организация проводить анализ для выявления сделанных ошибок и определения ответственности за них.

Карлос Марторелл Флорес,
***Умаколло*-Арекипа, Перу**

Мы приветствуем письма читателей. Просьба направлять письма объемом не более 300 слов по адресу: *fanddletters@imf.org* или главному редактору: *Finance & Development*, International Monetary Fund, Washington, D.C., 20431, USA. Письма читателей редактируются.

События в 2009 году

28 января –1 февраля 2009 года, Давос, Швейцария
Ежегодное совещание Всемирного экономического форума

10–11 марта 2009 года, Дар-эс-Салам, Танзания
Конференция высокого уровня по проблемам экономического роста в Африке

27–31 марта 2009 года, Меделлин, Колумбия
Ежегодное совещание Межамериканского банка развития 2009 года

25–26 апреля 2009 года, Вашингтон, США
Весенние совещания МВФ и Всемирного банка

15–16 мая 2009 года, Лондон, Соединенное Королевство
Ежегодное совещание Европейского банка реконструкции и развития

6–7 октября, Стамбул, Турция
Ежегодные совещания МВФ и Всемирного банка

МВФ Книжный магазин
Книжный магазин онлайн Международного Валютного Фонда

Посетите новый интернет-магазин МВФ на сайте *www.imfbookstore.org.*

Новый механизм поддержки ликвидности МВФ

МВФ создал новый механизм краткосрочного кредитования для стран с формирующимся рынком, которые имеют хорошие показатели, но сталкиваются с временными проблемами ликвидности на рынках капитала. В рамках механизма краткосрочной поддержки ликвидности (СЛФ), утвержденного 29 октября, удовлетворяющие критериям страны имеют право получать крупное авансовое финансирование, не связанное с предъявлением последующих условий, что должно помочь им восстановить доверие и преодолеть цепную реакцию в финансовой сфере.

«Фонд быстро и гибко реагирует на запросы о финансировании. Мы предлагаем ряду стран значительные ресурсы на условиях, основанных только на мерах, которые абсолютно необходимы для преодоления кризиса и восстановления жизнеспособной внешней позиции», — сказал в заявлении для прессы Директор-распорядитель МВФ Доминик Стросс-Кан.

Этот новый механизм является составной частью более широкого пересмотра роли финансирования МВФ в государствах-членах, которое было начато ранее в 2008 году, с тем чтобы обеспечить наличие у Фонда надлежащих инструментов для удовлетворения потребностей стран в мире, характеризующемся растущим — и все более сложным — трансграничным движением капитала.

Амортизатор шоков

МВФ пересмотрел введенный два года назад механизм финансирования для преодоления внешних шоков, который предназначен для оказания странам с низкими доходами содействия в разрешении чрезвычайных ситуаций, вызванных не зависящими от них событиями.

Модифицированный ЕСФ позволяет предоставлять помощь быстрее и в более крупных размерах, помогая государствам-членам МВФ с низкими доходами справляться с такими событиями, как изменения цен на биржевые товары (включая нефть), стихийные бедствия и конфликты и кризисы в соседних странах, подрывающие торговлю. Переработка механизма также позволила рационализировать условия (обязательства, которые принимают правительства стран-заемщиков относительно их экономической и финансовой политики), предъявляемые в связи с ЕСФ.

Пересмотр ЕСФ, цель которого заключалась в том, чтобы облегчить и ускорить поступление поддержки со стороны Фонда, был проведен быстрее из-за резкого роста цен на продукты питания и топливо, которые особенно тяжело отразились на странах с низкими доходами.

Сталелитейный завод в Украине.

Экономический «пожарный»

МВФ оперативно приступил к оказанию содействия странам с формирующимся рынком, пострадавшим от последствий глобальных финансовых потрясений и резкого замедления экономический активности в промышленно развитых странах. В Восточной Европе МВФ одобрил предоставление кредитов Украине в размере 16,4 млрд долларов и Венгрии в размере 15,7 млрд долларов. Оба соглашения (договоренности о кредитах «стэнд-бай») были достигнуты путем использования ускоренных процедур экстренного финансирования МВФ, которые позволяют быстро утверждать предоставление кредитов МВФ его 185 государствам-членам.

Делиться уроками

Спонсируемая МВФ конференция состоится в Танзании 10–11 марта 2009 года для обсуждения вопроса о том, как Африка может решить задачу сохранения и развития ее экономических успехов в последнее время. Более подробная информация приводится по адресу: *http://www.changes-challenges.org/*

changes

SUCCESSFUL PARTNERSHIPS FOR AFRICA'S GROWTH CHALLENGE

Тщательное отслеживание

В рамках пересмотра своей надзорной роли МВФ установил новые приоритеты надзора за глобальной экономикой и экономикой стран — например, в таких областях, как анализ риска, связи между финансовым сектором и реальной экономикой, а также межстрановой анализ (см. вставку).

В Заявлении о приоритетах надзора излагаются *экономические приоритеты*, отражающие основных проблемы для внешней стабильности, которые стоят перед государствами-членами и которые надзор должен помочь разрешить. В нем также устанавливаются *операционные приоритеты*, определяющие конкретные действия, которые МВФ должен предпринять для решения этих проблем, и четкие ориентиры для мониторинга результатов. Мониторинг будет вестись посредством подготовки регулярных докладов, а также периодических полных оценок.

Краткий очерк приоритетов надзора

Экономические приоритеты

- Преодолеть кризис на финансовых рынках
- Укрепить глобальную финансовую систему
- Адаптироваться к резким изменениям цен на биржевые товары
- Способствовать упорядоченному урегулированию глобальных дисбалансов

Операционные приоритеты

- Оценка риска
- Надзор за финансовым сектором и связи между реальной экономикой и финансовой сферой
- Многосторонняя перспектива
- Анализ валютных курсов и рисков для внешней стабильности

От провидца к новатору

Паоло Мауро берет интервью у ***Роберта Шиллера***

РОБЕРТА ШИЛЛЕРА часто характеризуют как провидца. В некоторых своих бестселлерах, *Macro Markets* («Макрорынки») и *The New Financial Order* («Новый финансовый порядок»), он излагает доводы в пользу создания новых финансовых рынков, где индивидуумы могли бы диверсифицировать и уменьшить наиболее важные для себя риски, такие как риски, связанные с доходами или ценами на жилье. Он говорит об этом как о демократизации финансов или использовании финансовых рынков на благо простого человека.

Получив два патента на финансовые инновации, Шиллер в последние годы стал претворять свои идеи в реальность: в 2006 году на Чикагской товарной бирже началась торговля фьючерсами на цены на жилье в 10 крупных городах США, а также на средние цены по стране. Репутация Шиллера как провидца в области финансов и макроэкономической теории, возможно, стала еще прочнее среди широкой общественности благодаря его работе по иррациональному поведению на финансовых рынках, особенно его замечательной способности выявлять «иррациональную эйфорию» и спекулятивные «пузыри» на ранней стадии, как для фондового рынка, так и для цен на жилье.

Несомненно, Шиллер остается прежде всего весьма уважаемым ученым (он профессор экономики в Йельском университете на гранте Артура М. Окуна и профессор финансов в Йельской школе управления). Но он, как никто другой, близок к статусу знаменитости в области экономики: его книги по финансовым рынкам и кризису на рынке непервоклассных ипотек сделали его имя повсеместно известным, он также фигурировал в ряде рекламных объявлений на всю страницу относительно пенсионного планирования, помещенных в популярных изданиях США.

Иррациональная эйфория

Прежде всего, несколько фактов о способности Шиллера выявлять вздутые цены на активы. В 1996 году он заметил, что отношение цен к доходам на фондовом рынке находилось на рекордно высоком уровне, и утверждал (можно сказать, что на четыре года раньше времени), что курсы на фондовом рынке завышены и что вероятен их обвал. Он сформулировал эту точку зрения в очень своевременном первом издании работы *Irrational Exuberance* («Иррациональная эйфория»), опубликованном в марте 2000 года, как раз тогда, когда лопнул «пузырь» активов Интернет-компаний: в частности, он изложил продуманный анализ психологических факторов, лежащих в основе образования спекулятивных «пузырей».

В своем исследовании 2003 года совместно с Карлом Кейсом в *Brookings Papers* и во втором издании «Иррациональной эйфории» (2005) Шиллер продемонстрировал, что цены на дома стали напоминать «стартующую ракету», несмотря на отсутствие изменений в экономических детерминантах, таких как себестоимость строительства, население или процентные ставки, которые могли бы объяснять резкое повышение цен. Действительно, используя ряды данных цен на жилье, которые охватывали столетие и которые прежде не были собраны вместе, Шиллер продемонстрировал, что цены на дома, взятые как отношение к арендной плате за жилье или личным доходам, повышались быстрее, чем когда-либо.

На представление Шиллера о том, почему возникают «пузыри», значительное влияние оказала психология. Он выражает признательность Вирджинии, которая является его женой в течение трех десятилетий и имеет степень доктора клинической психологии, за приобщение его к области психологии на раннем этапе его карьеры, и добавляет, что «в хорошем браке супруги часто приходят к общему мировоззрению». Таким образом, согласно Шиллеру, источником финансовых «пузырей» служит то обстоятельство, что «люди являются общественными существами и влияют друг на друга», что приводит к «цепной реакции в обществе». В период, когда «пузыри» цен на активы растут, курсы акций увеличиваются благодаря историям о «новой эре»; аналогичным образом, устойчивый рост цен на жилье укрепляет коллективную уверенность в том, что цены на жилье могут только расти, тем самым увековечивая кажущуюся неизбежной растущую тенденцию. Как подчеркивает Шиллер, это не означает, что экономические детерминанты не играют роли. Напротив, он считает, что гипотеза об эффективном рынке, по сути, верна в том смысле, что достаточно значительное изменение детерминант в конечном итоге приведет к изменениям цен активов. Но в зависимости от того, на чем заостряют внимание люди, реакция цен активов на детерминанты может потребовать больше времени.

Как известно каждому, цены на жилье в США с 2006 года резко снизились. В этом отношении Шиллера назвали Кассандрой, как он считает, несправедливо, поскольку хотя недавнее снижение цен на жилье и привело к большим издержкам для финансовых организаций и экономики в общем плане, при более нормальных условиях большинство людей были бы обычно довольны, когда жилье становится более доступным.

Самая последняя книга Шиллера по проблемам, возникшим на рынках жилья и ипотек, *The Subprime Solution* («Решение проблемы непервоклассных ипотек»), подверглась критике со стороны некоторых комментаторов, которые сочли ее второпях написанным черновиком, отправленным поскорее издателям для сохранения злободневности. Тем не менее, книга предлагает содержательный анализ причин того, почему возник «пузырь» цен на жилье, обстоятельная история основных новых учреждений, созданных правительством США в 1930-е годы для вывода рынка жилья и экономики из Великой депрессии, и творческие предложения для снижения вероятности появления в будущем новых «пузырей».

Шиллер еще на раннем этапе подчеркивал роль крупных операций по оказанию экстренной помощи, необходимого, хотя и досадного компонента стратегии стабилизации рынков. Но более всего его воображение проявилось, когда он вносил предложения на будущее: субсидировать финансовые консультации для всех; создать стандартные ипотечные договоры, предусматривающие варианты дефолта на заранее оговоренных условиях, например, при быстром снижении доходов для профессиональной категории заемщика; новые финансовые продукты, такие как ценные бумаги, индексированные по валовому национальному продукту или ценам на жилье; новые финансовые рынки для страхования жилищных активов и страхования от потери работы. Он также поддерживает предложения ученого-юриста Элизабет Уоррен о создании комиссии по безопасности финансовых продуктов.

Более того, на протяжении своей карьеры тот же Шиллер, который утверждал об иррациональном поведении финансовых рынков, также предлагал не сокращать, а развивать финансовую сферу как часть решения проблемы. Он утверждает, что продвижение вперед связано «с развитием финансов, более новаторскими финансами и более демократичными финансами (доступными для всех), а также финансами в более совершенной организационно-правовой среде».

Предвидение невозможно без труда

Представления Шиллера о будущем основаны на большом объеме академических исследований, они часто сочетают теорию, эмпирический анализ и внушительный массив тщательно собранных данных наряду с разработкой соответствующих показателей для отражения изучаемых экономических явлений.

Ранние исследования Шиллера, несомненно, имеют академический и технический характер. Его первая публикация, в издании *Econometrica*, была посвящена «формуле оценки с распределенным лагом, выведенной из априорных значений сглаживания».

По его словам, он был очень заинтересован в непараметрической эконометрике и Байесовой статистике, возможно в результате ориентации в своих исследованиях на физику. Его первым прорывом, привлекшим внимание многих коллег в академических кругах, была работа “Do Stocks Prices Move Too Much to Be Justified by Subsequent Changes in Dividends?” («Чрезмерная изменчивость курсов акций, не объясняемая последующими изменениями дивидендов?») (American Economic Review, 1981). Эта работа оказала огромное влияние (и до сих пор является самой цитируемой статьей Шиллера согласно Google Scholar). Согласно стандартной теории финансов курс акций компании должен быть

Вставка 1

Подлинные истоки термина «иррациональная эйфория»

Шиллер не придумал выражение «иррациональная эйфория» (название одной из его наиболее популярных книг), но он был весьма близок. Этот термин использовал Ален Гринспен, председатель Совета управляющих ФРС США, на торжественном ужине в Вашингтоне 5 декабря 1996 года. Гринспен поставил вопрос: «Но как мы узнаем, когда иррациональная эйфория привела к неоправданно завышенным ценам на активы, которые затем подверглись неожиданному и длительному снижению, как это было в Японии в течение прошлого десятилетия?» Он далее сказал, что «мы, как руководители центральных банков, не должны быть обеспокоены, если лопнувший «пузырь» финансовых активов не угрожает ущербом реальной экономике, производству, рабочим местам и стабильности цен». Сразу после того, как он это сказал, фондовый рынок в Токио упал, и на момент закрытия снижение составило 3 процента. Падение курсов затронуло рынки во всем мире. Шиллер (вместе со своим коллегой Джоном Кэмпбеллом) выступал с показаниями перед Советом управляющих ФРС и обедал вместе с Гринспеном за два дня до этого. Он утверждал, что рынки являются иррациональными, но не помнит, что он использовал слово «эйфория». Со своей стороны, Гринспен в своей автобиографии отмечает, что «концепция иррациональной эйфории пришла ко мне утром в ванне, когда я писал свою речь».

равен сумме дивидендов (по чистой приведенной стоимости), которые, как ожидается, компания выплатит в будущем. Но, как предполагает название работы Шиллера, он продемонстрировал, что курсы акций испытывают чрезмерные колебания, которые не объясняются никакими разумными ожиданиями вероятных будущих дивидендов. Пользуясь терминологией специалистов, волатильность курсов акций намного превышает волатильность ожидаемой чистой приведенной стоимости всех будущих дивидендов. Важным компонентом этой работы была подборка долгосрочных исторических данных о дивидендах за столетие, что позволило ему рассчитать стоимость акций на основе детерминантов за достаточно длительный для своего анализа период. Обстоятельная подборка Шиллером достоверных исторических данных, иногда за столетний период, часто фигурирует в его карьере.

Эта работа была встречена с интересом, иногда она также сталкивалась с враждебностью, поскольку она затронула больное место и воспринималась как опровергающая устоявшееся мнение о рациональном поведении инвесторов. С учетом раннего акцента Шиллера на роли психологических факторов в финансах, следует ли считать его основоположником бихевиористской теории финансов (то есть финансов с точки зрения более широкой перспективы общественных наук, в том числе психологии и социологии), которая сейчас является исключительно популярной в академических кругах? И да, и нет. Хотя он четко установил, что рынки являются чрезмерно волатильными и их динамика не может быть вызвана исключительно экономическими детерминантами, в его работе не было упора на объяснение или предсказание *направления* отклонений цен активов от уровня, обусловленного детерминантами.

Вместе с тем, еще на ранних этапах своей карьеры Шиллер указывал на значение психологических факторов, и сейчас с видимым удовольствием вспоминает свою роль организатора двух важных семинаров Национального бюро экономических исследований: по бихевиористской теории финансов с Ричардом Талером с 1991 года и по макроэкономике и принятию индивидуальных решений с Джорджем Акерлоф с 1994 года. Он отмечает, что сожалеет, в частности, по поводу того, что хотя бихевиористская теория финансов, очевидно, является популярной областью, меньшее число аспирантов пока готово пойти на риск отхода от стандартной теории полезности в контексте макроэкономики.

Новые индексы и новые рынки

Роль тщательного измерения и сбора данных (признак подлинно научного и ориентированного на практические аспекты исследователя) в обосновании более дальновидных работ Шиллера, возможно, лучше всего иллюстрируется его исследованиями в области цен на жилье. Хотя общая стоимость жилья в США представляет собой величину того же порядка, что и общая стоимость акций компаний, до недавнего времени ряды данных о ценах на жилье за прошлые периоды просто отсутствовали. Шиллер (вместе с коллегой Карлом Кейсом) провели обстоятельный анализ свойств индексов цен, а затем собрали ряды данных о ценах на жилье за прошлые периоды в США и 10 крупных городских агломерациях.

Индекс цен, который Шиллер создал вместе с Кейсом, представляет собой взвешенный по стоимости арифметический индекс повторных продаж, позволяющий прослеживать продажные цены одних и тех же домов, с тем чтобы избежать изменений средних цен, которые были бы результатом общей тенденции к увеличению размеров и повышению качества домов с течением времени. Цель заключается в том, чтобы получить оценки цены стандартного, неменяющегося дома, с тем чтобы индекс цен отражал бы результаты инвестиций в дом, аналогично результатам инвестиций в акции, отслеживаемые с помощью индекса фондового рынка, который основан на тех же самых, неменяющихся акциях, которые наблюдаются при покупке и продаже в различные моменты времени. Получение цен на тот же дом, купленный и проданный через много лет, в случае нескольких тысяч домов связано с практическими трудностями, в том числе написанием программ для сверки адресов, исключением из выборки домов, владельцы которых возвели большие пристройки, и так далее.

Будучи вооруженными достоверным и высококачественным показателем цен на жилье, Шиллер и его коллеги затем смогли убедить Чикагскую товарную биржу создать рынок для фьючерсов на цены на жилье в мае 2006 года. Объем торговли быстро рос, но впоследствии упал вместе со снижением цен на жилье. Общий объем торговли с начала работы рынка сейчас составляет сотни миллионов долларов США, существенную, но не очень впечатляющую величину для финансового рынка. Шиллер с готовностью признает, что пока создание с нуля новых финансовых рынков не было более прибыльным, чем написание бестселлеров, хотя и добавляет, что он неплохо заработал на продаже своей компании, которая собирает данные о ценах на дома и исчисляет индекс Кейса-Шиллера, публикуемый Standard & Poor's. Тем не менее, новые рынки существуют, и было бы интересно увидеть, смогут ли они активизироваться, когда цены на жилье со временем прекратят снижение.

Другой рынок, начатый Шиллером, связан с «макроакциями», обращающимися на бирже ценными бумагами, которые позволяют инвесторам выражать оптимистическую или пессимистическую точку зрения относительно стоимости важнейших категорий активов и экономических интересов (любых, которые измеряются каким-либо индексом). Макроакции полностью обеспечены краткосрочными казначейскими бумагами США и денежной наличностью. Они выпускаются на срок до двадцати лет попарно: например, предположим, что ценные бумаги «повышение цен на нефть» и «снижение цен на нефть» первоначально эмитируются по 100 долларов каждая в момент, когда текущая цена на нефть равна этой сумме. Дилер первоначально покупает обе ценные бумаги, а затем продает их по отдельности. Инвесторы, делающие ставку на повышение цен на нефть, купят бума-

Вставка 2

Обследования и индексация инфляции

Один из способов выяснить, почему некоторые инновации приветствуются общественностью, а другие — нет, состоит в том, чтобы просто опросить людей об их отношении к предлагаемым новшествам. Шиллер именно так и поступил, проведя ряд обследований отношения общественности в различных странах к индексации инфляции. Эта работа, проделанная до 1997 года, была в конечном итоге направлена на понимание того, почему индексация инфляции не получила большего распространения в США. Использование обследований (вместо более сложной теории или математических моделей), возможно, не произвело впечатления на многих коллег Шиллера из академической среды. Но он считал, что «именно для этого нужна постоянная должность: мне не нужно делать то же самое, что делают другие», и иногда для понимания того, что движет поведением людей, проще всего спросить, почему они это делают. Даже если ответы на обследование нельзя принимать за чистую монету, они могут все же содержать сведения о том, на что люди обращают внимание при выборе из различных вариантов. За длительный период времени Шиллер использовал обследования не только для индексации и финансовых инноваций, но и для факторов, лежащих в основе значительных изменений цен на активы, таких как обвал фондового рынка в октябре 1987 года.

гу «повышение цен на нефть», а играющие на снижение купят бумагу «снижение цен на нефть». Когда цена на нефть повышается до 120 долларов, то бумага «повышение цен на нефть» стоит 120 долларов, а бумага «снижение цен на нефть» — 80 долларов. Дилер полностью хеджирует свой риск, и не один из инвесторов не сталкивается с риском контрагентов. Совокупный объем торговли намного превысил 1 млрд долларов, и Шиллер надеется, что будут обращаться также макроакции на цены на жилье, ВВП и другие макроэкономические переменные.

Загадка финансовых инноваций

Почему некоторые финансовые инновации пользуются успехом, а другие нет? Это остается своего рода загадкой. Как отмечает Шиллер, к сожалению, цены на жилье стали снижаться примерно в период создания нового рынка фьючерсов на жилье. Более того, цены на фьючерсы на жилье были ниже текущих цен, что указывало на ожидание падения цен на жилье с первых дней существования нового рынка. Безусловно, рынку не помогло, что ряд игроков в отрасли испытывал финансовые трудности, а также само снижение цен. Некоторые утверждают, что с жильем связано очень мало новых элементов, и, в частности, данные об индексах цен на жилье поступают только раз в месяц, что означает, что происходит слишком мало событий стимулирующих сделки на рынке индекса цен на жилье. Шиллер с этим не согласен: он отмечает, что поступает много новостей, не только о купле-продаже отдельных домов, но и о многих факторах, которые в конечном итоге сказываются на спросе на жилье (например, доходы и наличие инфраструктуры) и его предложении (процентные ставки и себестоимость строительства).

«Именно для этого нужна постоянная должность: мне не нужно делать то же самое, что делают другие».

Вместе с тем, помимо особых условий и элемента удачи специалисты все чаще признают, что для успеха нового финансового продукта или рынка важным фактором является быстрое достижение критической массы. Шиллер отмечает, что иногда участник рынка проявляет интерес к открытию крупной позиции на рынке фьючерсов цен на дома, но отказывается, когда выясняется, что на этом рынке нет других крупных игроков. Действительно, Шиллер сравнивает новый финансовый рынок с вечеринкой: «Люди захотят прийти на вечеринку только если им известно, что там будут другие люди и эта вечеринка будет веселой». Поэтому все приходят на вечеринку и она оказывается успешной, или на нее никто не приходит. Часто бывает трудно предсказать, какой будет исход. (В научной литературе возможность таких резко отличающихся сценариев именуется множественными равновесиями, и взаимно усиливающие действия многочисленных сторон, которые лежат в основе такой неопределенности, именуются стратегическими комплементарностями.)

Шиллер также считает, что директивные органы могут сыграть важную роль в возникновении финансовых инноваций. Например, многочисленные именитые экономисты (в том числе Шиллер) в различные периоды прошлого столетия выступали за облигации, индексированные по инфляции. Но рынок для казначейских ценных бумаг, защищенных от инфляции, был введен в США лишь в 1997 году, и согласно Шиллеру (и другим), важнейшую роль в этой инновации сыграл Лэрри Саммерс, занимавший в то время пост заместителя министра финансов. Кроме того, возможность измерять стоимость базовых активов или количеств также является необходимым условием для появления новых рынков: без индекса Кейса-Шиллера/Standard & Poor's цен на жилье рынок фьючерсов на жилье, вероятно, не был бы возможен. При этом надлежащее измерение является необходимым, но недостаточным условием: хотя данные о ВВП давно имеются по огромному большинству стран, рынок для предлагаемых Шиллером ценных бумаг на основе ВВП (пока) не заработал.

Будущее провидца

Каким Шиллер видит свое профессиональное будущее? Безусловно, готовится новая книга, на этот раз по бихевиористской макроэкономике, написанная совместно с Джорджем Акерлоф, в которой они выделяют роль «животных духов» и уверенности в определении макроэкономических результатов. Похоже, что эта книга имеет откровенно более научный характер: считает ли Шиллер, что недавние популярные книги отвлекали его от внесения вклада в научную литературу? Не скучает ли он по более техническим эконометрическим исследованиям, с которых он начал свою академическую карьеру? Шиллер уверяет, что он «по-прежнему может делать такую работу, может делать такие математические расчеты».

Более того, он не считает свои книги популярными, они могут рассматриваться как популяризация «только в том смысле, что я не включил в них математическую часть». Шиллер утверждает, что сейчас «от меня требуются другие вещи». В частности, он ожидает продолжение деятельности в качестве сторонника финансовых инноваций и посредника в их внедрении. Он указывает, что финансы должны работать на благо людей, но многие финансовые инструменты по-прежнему «относятся к XIX веку».

Основные экономические риски, с которыми сталкиваются люди сегодня, больше не покрываются страхованием. У нас есть страхование от пожара, но при более совершенных строительных нормах и средствах пожаротушения пожары уничтожают сейчас все меньше и меньше домов. Многие люди страхуют жизнь, но медианный возраст умерших уже не равен 45 годам; все меньше родителей умирает в возрасте, когда их дети еще не работают. Шиллер утверждает, что необходимы новые финансовые инструменты и рынки для защиты людей от снижения доходов или цен на жилье. Пусть его мечты станут реальностью. ■

Паоло Мауро является начальником отдела в Департаменте по бюджетным вопросам МВФ.

Литература

Case, Karl E., and Robert J. Shiller, 2003, "Is There a Bubble in the Housing Market?" Brookings Papers on Economic Activity, *Vol. 2, pp. 299–342.*

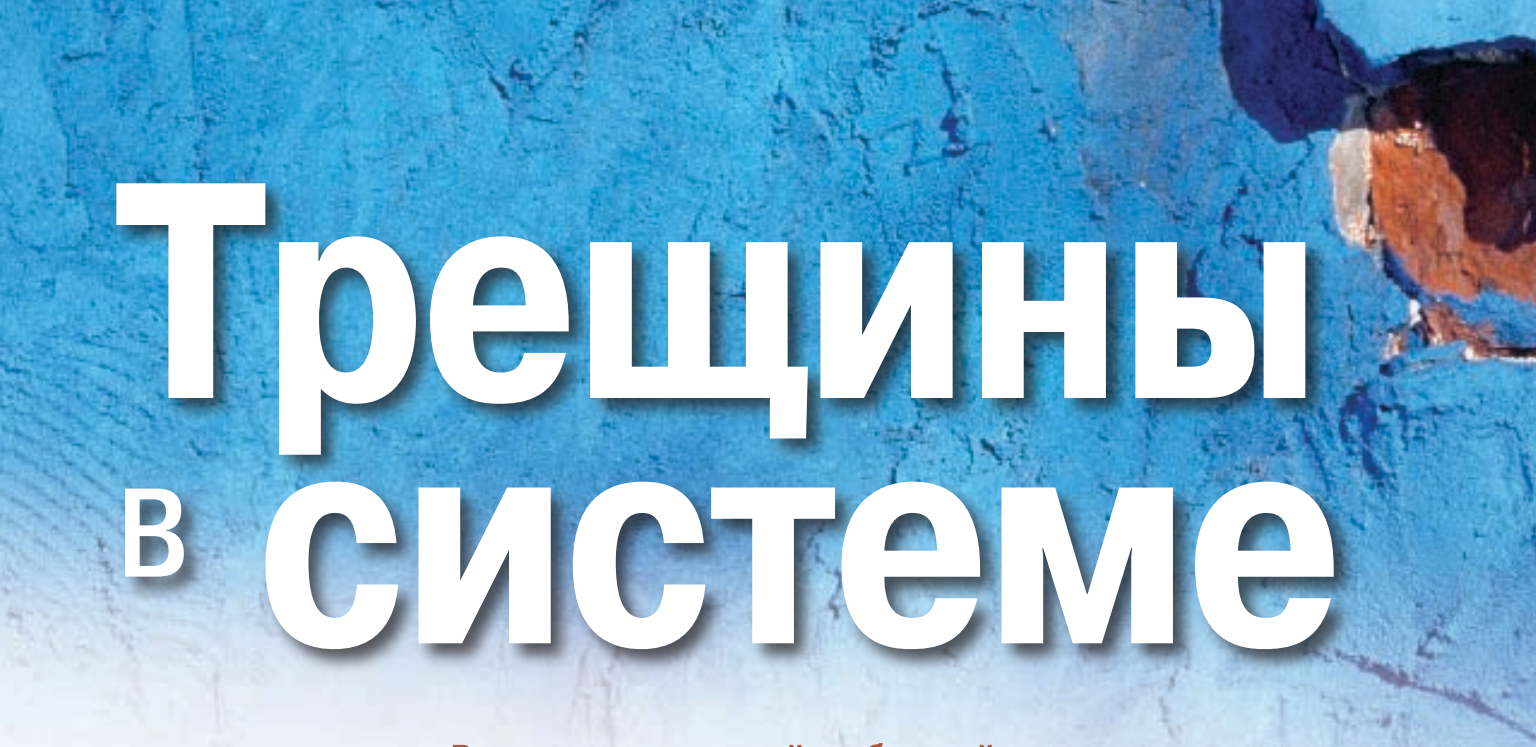
Shiller, Robert J., 1981, "Do Stock Prices Move Too Much to Be Justified by Subsequent Changes in Dividends?" American Economic Review, *Vol. 71, pp. 421–36.*

———, *1993,* Macro Markets: Creating Institutions for Managing Society's Largest Economic Risks *(Oxford: Oxford University Press).*

———, *2000,* Irrational Exuberance *(Princeton, New Jersey: Princeton University Press).*

———, *2003,* The New Financial Order: Risk in the 21st Century, *(Princeton, New Jersey: Princeton University Press).*

———, *2008,* The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to Do about It *(Princeton, New Jersey: Princeton University Press).*



Трещины в системе

Ремонт поврежденной глобальной экономики

Оливье Бланшар

МИРОВАЯ экономика стоит перед лицом сильнейшего кризиса за последние 60 лет. Сложившиеся в первой половине 2000-х годов благоприятные условия побудили инвесторов, фирмы и потребителей думать, что будущее всегда будет светлым, и они недооценили риски. Цены на жилье и другие активы резко возросли, рискованные активы создавались и продавались как практически высококачественные, и расширилось заимствование в целях инвестирования. Поэтому когда рост цен на жилье прекратился, а выплаты по непервоклассным ипотекам и основанным на них ценным бумагам остановились, появились причины для возникновения кризиса. В условиях быстрой глобальной интеграции и глубоких и сложных взаимосвязей между финансовыми учреждениями, кризис быстро охватил различные активы, рынки и страны. Остальное — это история, или, точнее, история в процессе формирования.

Анализируя текущий этап, единственным возможным положительным моментом является то, что мы, вероятно, отошли от края финансовой катастрофы. Столкнувшись с тем, что выглядело как неминуемый крах финансовой системы, ведущие страны с развитой экономикой объявили в октябре о принятии согласованного набора мер для решения проблемы. Правительства, помимо того, что они продолжали предоставлять ликвидность, инициировали программы покупки некачественных активов, рекапитализации финансовых учреждений и выдачи всеобъемлющих гарантий. Безусловно, это крайне сложные меры, и их реализация до настоящего времени была далеко не идеальной, пока правительства по ходу дела пытались нащупать правильную комбинацию мер. Сигналы, поступающие в настоящее время от финансовых рынков, свидетельствуют о том, что определенный прогресс был достигнут, но еще рано объявлять победу. Действительно, несмотря на то что финансовый кризис несколько уменьшился в странах с развитой экономикой, он все шире охватывает страны с формирующимся рынком. Без всякой вины с их стороны многим странам грозят внезапные остановки экономического роста, давление на обменный курс и нарушения в работе финансового сектора.

Однако отрицательным моментом является то, что в то время как директивные органы стран с развитой экономикой принимали необходимые меры в финансовой сфере, финансовый кризис начал острее и сильнее сказываться на реальной экономике. Сокращение финансовыми учреждениями доли заемных средств привело к удорожанию кредита для домашних хозяйств и фирм, а также трудностям в финансировании даже нормальных коммерческих операций. Кроме того, что является еще более важным (по крайней мере, с точки зрения масштаба последствий) было утрачено доверие потребителей и фирм во всем мире. Боязнь глубокого и долгого экономического спада, аналогичного имевшему место в 1930-е годы, пробудила обеспокоенность в отношении обеспеченности работой, сохранности сбережений и доступа к кредитам. В результате этого потребительские расходы резко уменьшились, коммерческие инвестиции сократились, а безработица быстро растет.

Эти события, в частности крах доверия в последние два месяца, побудили МВФ существенно понизить прогноз, приводившийся им

в октябрьском выпуске «Перспективы развития мировой экономики». В настоящее время мы прогнозируем снижение выпуска продукции в странах с развитой экономикой в 2009 году на ¼ процента в годовом исчислении, что станет первым сокращением экономической активности на годовой основе в этой группе стран в послевоенный период. Исходя из ожиданий того, что в 2009 году цены на жилье вновь начнут расти, а сокращение доли заемных средств в перспективе замедлится, мы прогнозируем положительные темпы экономического роста в странах с развитой экономикой в 2010 году. Мы также ожидаем, что из-за ослабления глобальных перспектив экономического роста, падения цен на биржевые товары и ужесточения финансовых условий темпы роста станут более умеренными в странах с формирующимся рынком и странах с низким уровнем дохода. Любые надежды на то, что последствия кризиса не скажутся на этих группах стран, давно исчезли.

Насколько уверены мы в этих прогнозах? Не очень уверены. Прогнозы могут быть заниженными, поскольку не исключено, что сокращение расходов вызвано не пессимизмом, а простой неуверенностью: потребители и фирмы, возможно, откладывают расходы до тех пор, пока не появится большей ясности в отношении экономических перспектив. Уменьшение неуверенности в таком случае может привести к увеличению потребления и спроса на инвестиции, что позволит выпуску продукции восстановиться быстрее, чем сейчас прогнозируется. Прогнозы могут быть и завышенными, так как существует очевидный риск того, что падение выпуска продукции может привести к ухудшению состояния балансов финансовых учреждений в большей степени, чем это ожидается, что вызовет дальнейшее сокращение кредитования, что повлечет за собой новые банкротства и еще большее ослабление экономической активности.

Таковы условия, в которых в ноябре в Вашингтоне состоялась встреча группы 20-ти. Задачи, стоящие перед директивными органами в целом и перед МВФ в частности, являются простыми: во-первых, необходимо потушить пожар, то есть определить и принять меры политики, которые ограничат ущерб для экономики стран с развитой экономикой, стран с формирующимся рынком и стран с низким уровнем дохода. Во-вторых, необходимо заранее продумать меры, которые будут наиболее эффективными в предотвращении повтора того, что мы переживаем в настоящее время. Разрешите мне по очереди рассмотреть эти две задачи.

Меры политики на текущем этапе

Ясно, что необходимо сделать в краткосрочной перспективе, но это нелегко осуществить. Правительства должны повести борьбу с кризисом по двум направлениям. Они должны реализовать и доработать меры политики, принятые за последние несколько месяцев, для преодоления финансового кризиса. Они также должны принять сильные меры для поддержания спроса, ограничения спада выпуска продукции и восстановления доверия и частных расходов.

По первому направлению, как я указывал выше, основа политики, заключающейся в предоставлении ликвидности, покупке активов, рекапитализации и предоставлении гарантий, в целом создана. Однако в ее реализации, являющейся по своему существу более сложным делом, возникли трудности. Изменения в политике и неясность в отношении будущей политики в некоторых случаях только осложняют положение дел. Пока программы не будут уточнены, а правила игры не будут более четко установлены, частные инвесторы вряд ли будут проявлять энтузиазм, в результате чего кризис будет усугубляться, а корректировка финансовой системы задержится.

По второму направлению очевидно, что основной упор придется сделать на меры налогово-бюджетной политики.

Хотя некоторые страны, в частности в Европе, еще имеют возможности для дальнейшего ослабления денежно-кредитной политики, другие страны, в особенности Соединенные Штаты и Япония, ужи снизили процентные ставки до весьма низкого уровня, и реальные ставки растут, в то время как инфляция снижается.

Поэтому центральную роль теперь должно сыграть расширение бюджетных расходов. Каковы должны быть масштабы этого расширения и какие страны должны обеспечивать стимул? Мы пришли к выводу о том, что на данный момент импульс со стороны налогово-бюджетной политики должен быть в размере порядка 2 процентов глобального ВВП. Если предположить, что мультипликатор равен единице — что является консервативным предположением для высоко адресного налогово-бюджетного стимулирования, — это обеспечит повышение глобальных темпов экономического роста на 2 процента, что существенно уменьшит риск глубокого экономического спада. Однако для того чтобы предотвратить эффект распространения последствий кризиса, важно, чтобы расширение бюджетных расходов напрямую координировалось или, по крайней мере, осуществлялось всеми странами, в которых низкая задолженность и дисциплинированное проведение политики в прошлом обеспечивали бы достаточные резервы для принятия такой политики. Здесь следует сделать важную оговорку: если снижение выпуска продукции окажется более сильным, чем мы прогнозируем в настоящее время, расширение бюджетных расходов должно быть еще бо́льшим, чем мы сейчас рекомендуем. Причина этого заключается в том, что на данном этапе необходимо устранить риск полномасштабной депрессии и ее отрицательных последствий для расходов.

Готовясь к периоду после кризиса

Теперь давайте перейдем к будущему. Когда кризис утихнет (если предположить такое время), правительства встанут перед решением двух основных проблем.

Во-первых, они окажутся перед лицом совершенно иного состояния государственных финансов. Бюджетный дефицит, необходимый для повышения спроса в краткосрочной перспективе, выльется в более высокую задолженность в долгосрочной перспективе, размер которой часто будет существенным. В большинстве стран масштабы государственного вмешательства в работу проблемных учреждений и покупки активов приведут к образованию значительно более высокого валового долга. Однако поскольку стоимость активов, которые они приобретут, может быть существенной, увеличение чистого долга, вероятно, будет значительно меньшим. Тем не менее соотношение между заемными и собственными средствами в государственных финансах будет высоким, что потребует проведения более гибкой налогово-бюджетной политики.

Во-вторых, в ряде стран финансовые условия сильно изменятся и, в частности, значительно консолидированный финансовый сектор будет сочетаться с высоким государственным участием. Правительствам необходимо будет ответить на ряд вопросов, касающихся регулирования их присутствия в финансовом секторе. Задача будет состоять в сохранении равных условий для частных учреждений и постепенном возвращении финансового сектора в частные руки. Опыт, накопленный в результате многочисленных банковских кризисов в прошлом, может послужить ценным руководством в отношении того, как это может быть достигнуто наиболее оптимальным образом.

Предотвращение повторения случившегося посредством более эффективного регулирования

Кризис продемонстрировал ограниченные возможности существующих систем регулирования и надзора как на национальном, так и международном уровнях. Поэтому задача состоит в том, чтобы разработать новые правила и создать новые учреждения, которые уменьшали бы системные риски, не создавая чрезмерного административного бремени и не препятствуя инновациям. Это потребует времени; разработка мер уже началась, и они будут дополнительно изучены рабочими группами, учрежденными совещанием Группы 20-ти. Однако общие очертания реформы уже ясны.

Для измерения системного риска потребуется более полная информация. Это означает необходимость пересмотра правил в отношении прозрачности, раскрытия информации и подотчетности, а также сбора информации среди более широкого круга учреждений, включая страховые компании, хеджевые фонды и забалансовые единиц, в сравнении с существующей ситуацией. Для ограничения системного риска потребуется увеличение масштабов регулирования в обмен на расширение доступа к ликвидности.

Потребуются новые и более эффективные национальные правила как на уровне отдельных учреждений, так и на макроэкономическом уровне. Антициклические макропруденциальные правила представляются многообещающим способом снижения системного риска. Эти меры должны дополняться повышением устойчивости финансовой системы при банкротстве контрагентов — что является центральным элементом текущего кризиса, — в том числе путем более широкого использования централизованных клиринговых палат и организованных бирж, а также создания более надежных механизмов санации отдельных учреждений.

Международный аспект и потенциальная роль МВФ

Кризис четко показал, что финансовая система носит глобальный характер при сильных взаимосвязях между странами. Кризис, который начинался как кризис в США, охватил весь мир. Национальные директивные органы не могут самостоятельно проделать всю работу: изменения в стране зависят не только от собственной структуры регулирования, но и от структуры регулирования в других странах, не только от системных рисков на национальном уровне, но и от усиления системных рисков в других регионах. Важное значение имеет мониторинг системного риска на глобальном уровне. МВФ, как представляется, наиболее пригоден для выполнения этой работы в сотрудничестве с центральными банками и международными организациями. Это означает необходимость расширения нашей глобальной надзорной функции, и над этим нам надо начать работать незамедлительно.

Кризис также четко указал на необходимость предоставления ликвидности в международных масштабах. В контексте текущего кризиса потребности в такой поддержке обеспечивались посредством двусторонних соглашений о свопе, в которых участвовала небольшая группа стран. На перспективу обеспечение глобальной ликвидности может быть улучшено либо посредством увеличения ресурсов, лежащих в основе нового механизма краткосрочной поддержки ликвидности МВФ, либо путем учреждения многосторонней структуры, которая позволит другим государствам-членам и официальным кредиторам участвовать в финансировании ликвидности, предоставляемой МВФ.

Наконец, кризис четко показал, что в условиях крупных и волатильных потоков капитала страны, охваченные кризисом, будут нуждаться в доступе к более широким фондам средств в сравнении с прошлыми периодами и теми фондами, которыми в настоящее время располагает МВФ. Таким образом, потребуется увеличить объем ресурсов, доступных МВФ, с тем чтобы он мог более эффективно выполнять свою ключевую функцию содействия обеспечению глобальной финансовой стабильности. ■

Оливье Бланшар — экономический советник и главный экономист МВФ.

Предотвращение будущих кризисов

Приоритетные задачи реформы системы регулирования после обвала

Ноэль Сакаса

ФИНАНСОВЫЙ кризис выявил недостатки в существующих системах регулирования и надзора. Недавние события показали со всей очевидностью необходимость действий, по крайней мере, в четырех областях для снижения риска кризисов и их преодоления, когда они возникают: а) выработка более совершенных методов оценки системного риска и предотвращения его увеличения в благополучные времена; б) повышение степени прозрачности и раскрытия рисков, принимаемых различными участниками рынка; в) расширение межведомственной и трансграничной сферы регулирования при сохранении конструктивного разнообразия; г) внедрение механизмов для более эффективных скоординированных действий.

Для реализации потенциала открытых финансовых рынков необходимо эффективное регулирование. Вопрос о том, как улучшить регулирование, занимал ведущее место в дискуссии на ноябрьском саммите Группы 20-ти по финансовым рынкам и мировой экономике. Финансовые инновации и интеграция повысили скорость и увеличили масштабы передачи шоков между классами активов и странами, стирая границы между системно значимыми и другими организациями. Но регулирование и надзор по-прежнему ориентированы на отдельные финансовые организации. Механизмы регулирования не учитывают в достаточной мере системные и международные последствия действий отечественных организаций.

В настоящей статье рассматриваются существенные вопросы, поднятые в рамках текущих дискуссий о реформе финансового сектора. В первом разделе выявляются критически важные недостатки, которые должны быть преодолены благодаря реформам, а во втором намечаются ключевые области для принятия мер политики.

Причины кризиса

Предложения по реформе должны предусматривать устранение дестабилизирующих сбоев в работе рынков и системы регулирования. Хотя окончательные выводы еще не сделаны, можно утверждать, что увеличению системного риска способствовали три группы усиливающих друг друга факторов, которые не получали достаточного внимания со стороны органов денежно-кредитного и финансового регулирования. Во-первых, глобальные макроэкономические дисбалансы привели к снижению процентных ставок в течение последнего десятилетия, побуждая участников принимать бо́льшие риски и содействуя возникновению вздутых цен на активы во всем мире. Во-вторых, изменения в структуре финансового сектора и отставание управления рисками от финансовых инноваций в течение последних двух десятилетий сделали систему более подверженной нестабильности. В-третьих, финансовым организациям с высокой долей заемных средств присущи стимулы брать на себя чрезмерные риски без учета в своей деятельности системного риска, и это является основной причиной необходимости их регулирования.

Глобальные дисбалансы и «пузыри» на рынке жилья

Органы регулирования и центральные банки не смогли в достаточной мере признать и уменьшить системные риски, связанные с быстрым ростом кредита и вздутыми ценами на активы. В течение этого десятилетия некоторые страны имели постоянные профициты счета текущих операций, которые привели к возникновению большого спроса на финансовые активы, эмитированные в странах с дефицитом, особенно активы США. Это, в сочетании с адаптивной денежно-кредитной политикой США, способствовало установлению низких реальных процентных ставок во всем мире, что, в свою очередь, привело к принятию больших рисков и разжигало быстрый рост кредита. В США за период с 1994 года по 2007 год долг населения и нефинансовых фирм рынку кредита вырос со 118 до 173 процентов ВВП (см. рисунок). С 2000 года рост кредитного долга населения еще больше ускорился, за семь лет он вырос с 98 до 136 процентов располагаемых личных доходов. В тот же самый период в Соединенном Королевстве аналогичные отношения выросли со 120 до 180 процентов, а в зоне евро — с 72 до 91 процента. В то же время беспрецедентное повышение цен на жилье в США сопровождалось схожими бумами во многих развитых странах.

Инновации и структурные изменения

В своем анализе причин текущего кризиса, проделанном в апреле 2008 года, как МВФ, так и Форум по финансовой стабильности (ФФС) подчеркнули поразительный характер недостатков в практике управления рисками, а также коллективную неспособность оценить масштабы левериджа (отношения долга к собственному капиталу) самых различных организаций и связанных с ним рисков неупорядоченного сокращения доли заемных средств и решить эту проблему (IMF, 2008; FSF, 2008). Управление рисками, раскрытие информации, регулирование и надзор отстают от быстрых инноваций, оставляя возможности для принятия чрезмерных рисков и завышения цен на активы.

В частности, ослаблению управления рисками и повышению уязвимости системы по отношению к нестабильности способствовали четыре категории инноваций и структурных изменений: бизнес-модель первоначального кредитования и последующей продажи кредитов и широкое использование рынков оптового финансирования; проциклическая практика применения требований и норм относительно собственного капитала и бухгалтерского учета; чрезмерная зависи-

Федеральная резервная система США в Вашингтоне, округ Колумбия.

мость от моделей и систем управления рисками, ориентированных на прошлый опыт и основанных на рыночных оценках; более сложная и непрозрачная конфигурация игроков.

Модель первоначального кредитования и последующей продажи кредитов и оптовое финансирование. Секьюритизация и создание под частными торговыми марками сложных структурированных кредитных инструментов, бесспорно, улучшили доступ к кредиту. Вместе с тем они также, возможно, способствовали принятию бо́льших совокупных рисков и, вместо эффективного рассеивания рисков, привели к их дестабилизирующему перемещению в организации, которые не могли надлежащим образом ими управлять, к возвращению этих рисков в банки, которые, предположительно, от них избавились, и к значительно большей неопределенности относительно фактического распределения рисков среди участников рынка. Кроме того, как банки, так и забалансовые структуры специального назначения стали чрезмерно полагаться на рынки оптового финансирования, тем самым создавая несовпадение по срокам погашения без надлежащего учета рисков исчезновения такого финансирования. Хотя структуры, осуществлявшие первоначальное кредитование и оформление, не имели стимулов для надлежащей проверки и мониторинга кредитоспособности, многие инвесторы не оспаривали в достаточной степени эти стимулы и не изучали качество ссуд, лежащих в основе структурированных продуктов. Вместо этого они излишне полагались на репутацию вовлеченных в процесс организаций и на кредитные рейтинги инструментов (FSF, 2008).

Агентства кредитного рейтинга, в свою очередь, присваивали высокие рейтинги сложным структурированным непервоклассным долговым обязательствам на основе ограниченных данных за прошлые периоды; в некоторых случаях, на основе ущербных моделей; на недостаточной надлежащей проверке базового залогового обеспечения. Они также не раскрывали в достаточной мере предположения, критерии и методы; не разъясняли значение и характеристики риска рейтингов структурированного финансирования; не решали проблему конфликтов интересов. Наконец, финансовые организации не всегда в достаточной мере раскрывали характер и масштабы своих балансовых и забалансовых фактических рисков, особенно связанных со структурированными продуктами.

Проциклические требования в отношении минимального размера капитала и бухгалтерский учет. Во время подъемов стоимость активов и залога, переоцениваемых по текущим рыночным ценам, возрастает, тогда как резервы на возможные потери по ссудам снижаются, поскольку нормы дефолта, как ожидается, в ближайшей перспективе снизятся. Это приводит к увеличению собственного капитала, указываемого в отчетности, и снижает обычно ориентированные на краткосрочную перспективу оценки вероятности дефолта как для заемщиков, так и для кредиторов. В то же самое время нормативы по капиталу, взвешенные по риску, могут размываться в благополучные времена, поскольку показатели риска часто не отражают увеличения риска на фазе подъема. Эта недооценка рисков позволяет заемщикам увеличивать долю заемных средств и кредит, что, в свою очередь, усиливает рост цен на активы, создавая саморазвивающуюся спираль левериджа и цен на активы (Adrian and Shin, 2008).

Наоборот, во время спада, когда показатели риска растут и материализуются потери, резервы капитала, которых в благополучные времена было накоплено недостаточно, размываются и не могут быть с легкостью пополнены, так как внешний капитал в неблагополучные времена становится более дефицитным. Затем взаимодействие между рынками капитала, кредита и активов может усилить интенсивность потрясений, вынудив участников провести обширные распродажи активов, и за этим может последовать самоусиливающийся процесс ужесточения условий кредита и снижения экономической активности.

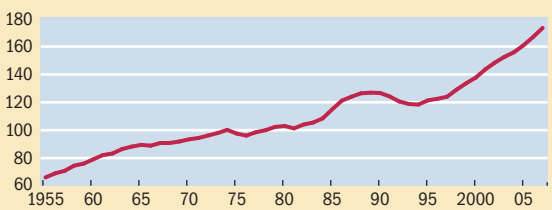
Управление рисками, чрезмерно ориентированное на рыночные показатели и прошлый опыт. Излишнее использование рыночных цен и чрезмерно упрощенных ретроспективных моделей в сочетании с пренебрежением надлежащей проверкой и анализом основных факторов, по-видимому, привело к значительному занижению рисков, возникновению самоуспокоенности и сокращению мониторинга. Кроме того, когда многие участники рынка используют аналогичные модели, они могут быть склонны открывать рыночные позиции схожей направленности и тем самым еще больше увеличивать системный риск.

Более сложная, но менее дифференцированная конфигурация игроков. По сравнению с периодом 30 лет назад современная финансовая система характеризуется более затушеванными различиями между различными видами игроков, большей консолидацией, многими новыми типами игроков, более тесными и менее прозрачными взаимосвязями между ними (Borio, 2007). Хотя эти изменения могли произойти в результате инноваций, направленных на повышение эффективности финансового посредничества, они также создали возможности для увеличения доли заемных средств и передачи рисков между игроками неявным образом. Это еще больше затруднило оценку рисков на любом данном уровне участниками рынков и органами регулирования, тогда как меньшее разнообразие могло повысить вероятность скоординированных движений, которые могут дестабилизировать систему.

Растущий долг

Снижение процентных ставок во всем мире привело к быстрому росту кредита во многих странах, в том числе в США.

(Кредитный долг населения и нефинансовых предприятий США в процентах ВВП)



Источник: расчеты персонала МВФ на основе данных счетов финансовых средств США и Бюро экономического анализа США.

Дестабилизирующие стимулы

Недавние события свидетельствуют о том, что некоторые органы регулирования излишне полагались на способность финансовых организаций управлять рисками и самостоятельно регулировать свою деятельность. В то же самое время они допустили эрозию резервов капитала посредством секьюри-

тизации и непрозрачных забалансовых структур, а также за счет недостаточно обоснованных методов уменьшения риска (такие, как свопы кредитного дефолта, эмитированные организациями без достаточных активов или капитала). Вместо этого органам регулирования было бы целесообразно признать присущие финансовым организациям с высоким левериджем стимулы принимать чрезмерные риски без учета в своей работе системного риска и противодействовать этим стимулам за счет более эффективного использования имевшихся средств надзора и более жесткого обеспечения соблюдения норм.

Левередж и риск. Акционеры и менеджеры финансовых организаций с высоким левериджем имеют стимулы для увеличения прибыли вначале путем принятия чрезмерных более долгосрочных «хвостовых» рисков — они могут эксплуатировать информационную ассиметрию для передачи этих рисков будущим или менее информированным участникам рынка. В частности, они могут стремиться повысить краткосрочную прибыль на собственный капитал путем повышения левериджа, даже если это увеличивает риск дефолта, пока кредиторы не включают этот риск в стоимость долга (например, из-за страхования депозитов или непрозрачности) и пока фактический риск падения доходов самих акционеров и менеджеров невелик (Dewatripont and Tirole, 1994; Rajan, 2005).

Игнорирование системного риска. Во время прошлых финансовых кризисов стимулы финансовых организаций учитывать системный риск в своей деятельности также оказались слабыми. Ниже приводятся примеры поведения, которые могут создать системный риск, когда финансовые организации действуют схожим образом: а) увеличение левериджа во время подъема без учета возможности возникновения экономически неприемлемых вздутых цен на активы; б) замена ключевого финансирования за счет депозитов, а также ликвидных резервов оптовым финансированием и резервными механизмами предоставления ликвидности, которые в случае кризиса могут внезапно иссякнуть; в) чрезмерное увеличение предложения кредита некоторым отраслям, когда процентные ставки необычно низкие, при игнорировании рисков для ссудного портфеля, возникающих, когда ставки в конечном итоге повышаются и ударяют по заемщикам с высоким левериджем. Финансовые организации и их руководители имеют также стимулы следовать за другими и увеличивать риски вместе из-за давления конкуренции и требований о сохранении долей рынка, схем оплаты труда, основанных на относительных результатах, или ожидания того, что убытки от системных рисков будут обобществлены.

Приоритетные задачи реформы системы регулирования

Несмотря на то что складывается единое мнение относительно нескольких мер, которые могут позволить преодолеть указанные выше недостатки, по поводу других вопросов, связанных с улучшением регулирования финансового сектора, ведутся жаркие споры. В этих дискуссиях выделяются четыре области реформы системы регулирования: повышение эффективности решения проблемы системного риска и проциклличности принятия рисков; повышение степени прозрачности и раскрытия информации; изменение роли агентств кредитного рейтинга; надлежащее сочетание всестороннего характера и разнообразия в сфере регулирования наряду с обеспечением более совершенной международной координации.

Системный риск и проциклличность принятия рисков

Придание требованиям в отношении минимального капитала и макроэкономической политики более антициклического характера. Директивные органы все больше поддерживают по крайней мере снижение проциклличности (G-20, 2008), но практическая реализация этого является непростой. В пруденциальной области замысел состоит в том, чтобы в требованиях в отношении минимального капитала и/или создания резервов, и возможно, в минимальном «запасе прочности» залогового обеспечения следует с самого начала отразить растущие риски во время бумов и предусмотреть накопление достаточных резервов капитала в благополучные времена. Но макроэкономической политике, возможно, также потребуется играть соответствующую роль в предупреждении бумов и длительных периодов низких процентных ставок, поскольку последние искажают стимулы и порождают спекулятивные излишества, с которыми очень сложно бороться, используя только пруденциальные положения.

Переоценка учета на основе текущих рыночных цен. Дискуссия по этой теме является более жаркой. С одной стороны, поддержание достаточной степени прозрачности имеет большое значение, с другой — рыночные цены часто отрываются от детерминантов как во время спекулятивных бумов, так и панических ситуаций. Поэтому учет на основе текущих рыночных цен может приводить к нереалистичному преувеличению проциклических колебаний в собственном и нормативном капитале, и тем самым, возможно, способствовать финансовой нестабильности, как это отмечалось выше. Критерии прозрачности, а также опасения относительно пруденциального регулирования и стабильности системы, таким образом, говорят в пользу предложения о сдерживании или ограничении воздействия переоценки по рыночной стоимости на капитал, особенно когда рыночные цены растут, для ряда активов, помимо тех, которые хранятся до срока погашения (без учета активов, хранимых для поддержания краткосрочной ликвидности). Ожидаемый эффект сдерживания, а также целесообразная степень прозрачности могут быть достигнуты путем надлежащего раскрытия сведений об отчислениях в резервы или резервах, которые создаются при превышении ценами определенного порогового уровня и расходуются при снижении цен.

Приведение секьюритизации в большее соответствие со стимулами. Диверсификации портфеля недостаточно для управления кредитными рисками, и она не может полностью заменить надлежащую проверку. Контракты на секьюритизацию должны обеспечивать, чтобы организации, являющиеся первоначальными кредиторами и спонсорами, сохраняли достаточные риски, связанные с секьюритизированными активами, с тем чтобы у этих организаций был стимул проверять и контролировать отдельные ссуды надлежащим образом. Кроме того, недавно Базельский комитет по банковскому надзору (BCBS, 2008b и 2008c) внес предложения по повышению требований к минимальному размеру капитала для некоторых сложных структурированных кредитных продуктов; ввести дополнительные отчисления в капитал для дополнительных рисков в трейдинговом портфеле в результате таких факторов, как дефолт, изменения кредитоспособности, кредитного спреда или курсов акций; укрепить режим учета механизмов предоставления ликвидности забалансовым компаниям-кондуитам для целей расчета капитала.

Укрепление управления ликвидностью. Базельский комитет в сентябре 2008 года выпустил обновленный свод принципов обоснованного управления риском ликвидности и контроля за ним (BCBS, 2008a), направленный на устранение недостатков, обнаружившихся в ходе недавних потрясений. Значение поддержания достаточных резервов в форме ликвидных активов в будущем, возможно, потребуется выделить еще больше.

Переоценка моделей и систем управления рисками. Вторая основа системы «Базель-II» может быть использована органами надзора для укрепления практики банков для управления рисками, активизации ими контроля за «хвостовыми» рисками и уменьшения чрезмерных фактических рисков и концентраций риска (Caruana and Narain, 2008). Это помо-

жет обеспечить гарантию того, что управление рисками, резервы капитала и оценки возможных потерь по кредитам носят достаточно перспективный характер и учитывают факторы неопределенности, связанные с моделями, стоимостной оценкой, концентрацией риска и ожидаемыми изменениями в ходе экономического цикла. Органы регулирования и надзора могли бы провести работу с участниками рынка для уменьшения рисков, вытекающих из порочных стимулов в механизмах оплаты труда (FSF, 2008).

Прозрачность и раскрытие информации

Раскрытие сведений о рисках и стоимостная оценка. Для предотвращения использования забалансовых структур в целях введения участников рынка в заблуждение относительно фактических рисков, сохраняющихся у организатора, совершенствуются стандарты учета и раскрытия информации для повторного признания и консолидации обязательств. Кроме того, важно найти способы подчеркнуть неопределенность, которая неизбежно связана с точечными стоимостными оценками финансовых инструментов для целей учета, с тем чтобы не создавать ложного представления о точности, особенно когда рынки больше не являются активными (FSF, 2008).

Процесс секьюритизации и рынки. Информация о секьюритизированных продуктах и лежащих в их основе активах могла бы быть предоставлена в большем объеме. В частности, первоначальные кредиторы и эмитенты секьюритизированных продуктов могут повысить степень прозрачности стандартов проверки кредитоспособности для базовых активов и результатов их надлежащей проверки (FSF, 2008).

Роль кредитных рейтингов

Качество процесса рейтинга и конфликты интересов. Агентства кредитного рейтинга пересмотрели методы рейтинга для структурированных продуктов и принимают меры по обособлению рейтинговой работы от других видов деятельности; отделению оплаты труда менеджеров по рейтингу от финансовых результатов их подразделений; усилению надзора за процессом рейтинга и укреплению внутреннего контроля за методами рейтинга. Международная организация комиссий по ценным бумагам пересмотрела свои «Основные положения кодекса для агентств кредитного рейтинга» в мае 2008 года (IOSCO, 2008) для дальнейшего повышения качества процесса рейтинга, устранения конфликтов интересов и предоставления инвесторам больше данных о прошлых результатах рейтингов и больше сведений о методологии и критериях рейтинга и о методах преодоления ограниченности данных.

Использование рейтингов. Инвесторы не должны использовать рейтинги вместо тщательного анализа рисков и управления ими, соответствующих сложности покупаемых ими инструментов и значению их авуаров. В этой связи органам надзора целесообразно, возможно, пересмотреть использование рейтингов в нормативных положениях, с тем чтобы их использование не влекло за собой некритического применения кредитных рейтингов вместо независимой оценки.

Сочетание полноты и разнообразия

Расширение сферы регулирования для предотвращения регулятивного арбитража. Все финансовые организации с высоким левериджем, а также структуры, имеющие с ними существенные связи, возможно, необходимо поместить в ведение одного органа регулирования. Органы регулирования могли бы также проявлять большую осторожность, с тем чтобы не допустить обхода или размывания требований к минимальному капиталу путем создания непрозрачных рыночных структур, за счет непрозрачной передачи рисков неконсолидированным структурам или любых других операций, в которых присвоение рисков вызывает какое-либо сомнение, и моделей и методов управления рисками, которые могут не обеспечивать надлежащую оценку или хеджирование фактических базовых рисков.

Совершенствование международного обмена информацией и международного сотрудничества. Использование международных коллегий органов надзора оказалось полезным для разработки оптимальной практики, диагностики состояния крупных и сложных финансовых организаций, а также решения трансграничных вопросов. Такие механизмы следует создать в ближайшей перспективе для каждой из крупнейших глобальных финансовых организаций (FSF, 2008; G-20, 2008).

Сохранение разнообразия для содействия взаимодополняемости системных компонентов. Следует пересмотреть степень, в какой финансовые организации с долгосрочными обязательствами (например, пенсионные фонды и компании по страхованию жизни) должны подчиняться требованиям о переоценке по текущим рыночным ценам или нормам управления рисками на основе моделей риска с упором на краткосрочной изменчивости цен в управлении своими активами. Нормативные положения могли бы расширить возможности для таких организаций играть роль долгосрочных инвесторов, хранящих активы до срока погашения. Однако финансовые организации с низким левериджем, имеющие ограниченную системную значимость, может требовать лишь упрощенного регулирования, или вообще его не требовать, тем самым им будет позволено играть потенциально стабилизирующую роль в открытии более рисковых или противоречащих тенденциям позиций по сравнению с другими участниками рынка (Nugée and Persaud, 2006). ■

Ноэль Сакаса является старшим экспертом по финансовому сектору в Департаменте денежно-кредитных систем и рынков капитала.

Литература:

Adrian, Tobias, and Hyun Song Shin, 2008, "Liquidity, Monetary Policy, and Financial Cycles," Current Issues in Economics and Finance, *Vol. 14, No. 1, Federal Reserve Bank of New York (January/February).*

Basel Committee on Banking Supervision (BCBS), 2008a, "Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision" (unpublished; Basel: Bank for International Settlements), June.

———, 2008b, "Proposed Revisions to the Basel II Market Risk Framework" (consultative document issued for comment; Basel: Bank for International Settlements), July.

———, 2008c, "Guidelines for Computing Capital for Incremental Risk in the Trading Book" (consultative document issued for comment; Basel: Bank for International Settlements), July.

Borio, Claudio, 2007, "Change and Constancy in the Financial System: Implications for Financial Distress and Policy," BIS Working Paper No. 237 (Basel: Bank for International Settlements).

Caruana, Jaime, and Aditya Narain, 2008, "Banking on More Capital," Finance & Development *(June), pp. 24–28.*

Dewatripont, Mathias, and Jean Tirole, 1994, The Prudential Regulation of Banks *(Cambridge, Massachusetts: MIT Press).*

Financial Stability Forum (FSF), 2008, "Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience" (Basel), April 7.

Group of 20 (G-20), 2008, "Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy," November 15.

International Monetary Fund, 2008, Global Financial Stability Report: Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness *(April).*

International Organization of Securities Commissions (IOSCO), 2008, Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies, *revised (Madrid).*

Nugée, John, and Avinash Persaud, 2006, "Redesigning Regulation of Pensions and Other Financial Products," Oxford Review of Economic Policy, *Vol. 22, No. 1.*

Rajan, Raghuram, 2005, "Has Financial Development Made the World Riskier?" NBER Working Paper 11728 (November).

Незабываемый кризис

Доводы в пользу модернизации многосторонней системы

Таунхаусы с заколоченными окнами, Нью-Йорк.

Мохамед Эль-Эриан

НАСТУПИЛ решающий момент для глобальной финансовой системы и, следовательно, для отношений между странами. Институциональные и директивные структуры меняются быстрым и непредсказуемым образом. Изменения вызваны не генеральным планом, а рядом отдельных мер, принимаемых в ответ на кризис. В результате несчастные случаи на рынке и политические ошибки становятся в целом неизбежными. В этой ситуации недостаточность сегодняшней многосторонней координации стала очевидной для всех.

С учетом перспективы на будущее в странах, больше всего пострадавших от кризиса, есть необходимость в изучении внутренних причин и выработке стратегии движения вперед. Финансовая система не вернется к прежнему состоянию, которое наблюдалось всего год назад, и более долгосрочное воздействие кризиса на реальную экономику, в том числе на тенденции производительности и занятости, изменят детерминанты мировой экономики. Все это подчеркивает необходимость срочной и решительной модернизации многосторонней системы.

Возникновение кризиса

Как мы оказались в этой ситуации и кто виноват? Если не бояться излишнего упрощения, то кризис был вызван двумя факторами в условиях застарелых структурных недостатков: во-первых, одновременным масштабным сокращением доли заемных средств в трех важных сегментах мировой экономики — жилищной сфере, финансовом секторе и потребительском спросе в США; и, во-вторых, неспособностью рынков и экономической политики быстро адаптироваться к такому интенсивному сокращению доли заемных средств как на национальном, так и на международном уровне.

Жилищная сфера. Первым важным сегментом, испытавшим спад, была жилищная сфера, где он начался в 2006 году (см. рис. 1). Непосредственный ущерб проявился в секторе экономики с наиболее высоким левериджем, имевшим наименьшую поддержку капитала, наименьшую степень прозрачности и самые низкие требования по надлежащей проверке: на рынке непервоклассных ипотек в США.

Вначале большинство представителей директивных органов и участников рынка считало, что ущерб может быть изолирован и ограничен. Это отчасти отражало необоснованную уверенность в ряде современных методов управления рисками, которые стали возможными благодаря распространению производных инструментов и структурированных продуктов. Отчасти это объяснялось недостаточной информацией о масштабах воздействия позиций на рынке непервоклассных ипотек на ряд балансов.

Финансовый сектор. Финансовый сектор был вторым важным сегментом, который испытал спад (с 2007 года, см. рис. 2). Вначале процесс был упорядоченным. Организации старались мобилизовать новый капитал для поддержки своих перегруженных балансов и в основном добивались успеха. По мере мобилизации капитала они признавали свои убытки и стремились двигаться вперед.

Однако с ускорением спада на рынке жилья и распространением его воздействия банкам приходилось бежать быстрее для того, чтобы просто оставаться на месте. Последовавшее за этим неоднократное разводнение акционерного капитала стало очевидным для всех и было сопряжено со значительными издержками. В результате большинство инвесторов, предоставляющих капитал, в конце концов сказали «хватит» и вышли из игры.

В таких обстоятельствах, несмотря на попытки ограничить кредит в других областях, у банка осталось два стратегических варианта: продать активы и/или свернуть деловые операции. Но меры, имевшие смысл для одной организации, привели к чрезмерной нагрузке для системы. В рамках классического примера пагубной ошибки перенесения свойств частного на целое система не могла даже приблизиться к уровню, при котором она удовлетворила бы стремление всех организаций продать активы без усиления дальнейшего падения

цен на активы. Это, в свою очередь, усугубило первоначальные проблемы.

Потребительский спрос в США. Эти негативные явления были усилены третьим сегментом, который стал слабеть в 2008 году: потребителями в США. После продолжительного периода, в течение которого потребители тратили намного больше своего дохода, они стали уступать одновременному давлению более высоких цен, снижения занятости и меньшей доступности кредита. В условиях снижения стоимости жилья рефинансирование ипотек перестало служить легким способом монетизации остаточных чистых активов в форме жилья. В результате потребители больше не могли использовать свои дома в качестве банкоматов.

Слабеющий потребительский спрос также послужил важным напоминанием о не менее разрушительной особенности кризиса, остававшейся в основном скрытой: действии циклов отрицательной обратной связи. Слабеющий потребительский спрос дополнительно снижает спрос на жилье. Подрывается также надежность дебиторской задолженности по автомобильным кредитам и кредитным картам, что увеличивает давление на балансы финансовых организаций. Когда банки еще больше сокращают кредитование, давление на потребителей усиливается.

Механизмы защиты

Глобальная система вступила в стадию сокращения доли заемных средств, имея ряд механизмов защиты. Эти механизмы приняли форму относительно чистых балансов, в том числе значительного капитала, накопленного странами с формирующимся рынком (существенная часть которого находится в давно сформировавшихся и новых суверенных фондах благосостояния, СФБ). Кроме того, в начале кризиса корпоративный сектор был хорошо обеспечен денежными средствами, темпы роста стран с формирующимся рынком были устойчивыми благодаря исторически высоким темпам в системно значимых экономиках, таких как Индия и Китай, которые преодолевали отставание.

Но ускоряющийся и ставший всеобщим процесс сокращения доли заемных средств заглушил эти стабилизирующие силы. СФБ ушли в сторону в ожидании того, что рынки успокоятся, и следуют испытанному временем мудрому изречению относительно неспокойных рынков: «Есть время волноваться о прибыли на капитал и есть время волноваться о сохранности капитала».

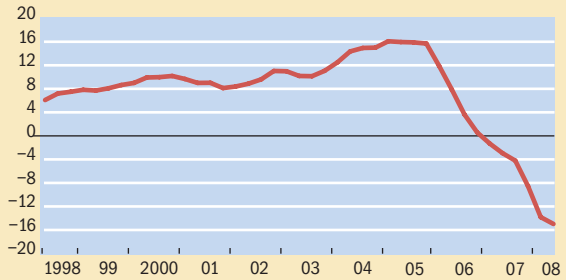
Временный уход СФБ сопровождается растущей тенденцией корпоративного сектора США к проеданию денежных резервов. Этот процесс ускорился, когда сократившийся спрос уменьшил прибыль и когда различные сегменты рынков финансирования, такие как рынок коммерческих бумаг, перестали функционировать. Это вынудило фирмы, которые обладали такими возможностями, использовать кредитные линии, ранее открытые по договоренности в банках, что еще больше усугубило проблемы балансов.

Рисунок 1

Сильное падение

Цены на жилье в США, темпы роста которых достигали 16 процентов, начали снижаться в 2006 году.

(Индекс цен на жилье Кейса-Шиллера, погодовое изменение в процентах)



Источник: Standard & Poor's; Fiserv; MacroMarkets LLC/Haver Analytics.

Рисунок 2

Рынок «медведей»

Акции финансового сектора испытали стремительное падение с июня 2007 года.

(Декабрь 1997 года=100)

Источник: Bloomberg.

Аспекты, связанные с «расстыковкой»

Когда эти различные защитные механизмы ослабли, акцент переместился на способность мировой экономики использовать экономический рост для частичной нейтрализации ущерба, причиненного сокращением доли заемных средств. Естественно, внимание было обращено на страны с формирующимся рынком, которые были самой динамичной движущей силой роста мировой экономики в последние годы (см. рис. 3).

Самые последние данные свидетельствуют о том, что рост в странах с формирующимся рынком стал замедляться, отчасти в ответ на снижение спроса США на их экспорт и отчасти в ответ на ужесточение денежно-кредитной политики во втором квартале 2008 года, призванном нейтрализовать более высокое инфляционное давление. Это замедление помогло выделить то, что до настоящего времени представляло собой чрезмерное упрощение дискуссии о развивающихся отношениях между странами с формирующимся рынком и промышленно развитыми странами. Дискуссия должна формулироваться не с точки зрения «расстыковки» или сцепления, а имеет ли «расстыковка» «сильную» или «слабую» форму.

Гипотеза о «расстыковке» в сильной форме предусматривает ускорение роста в странах с формирующимся рынком во время снижения темпов в промышленно развитых странах. В сегодняшнем взаимосвязанном мире это весьма маловероятно, особенно когда США, крупнейшая экономика мира и эмитент резервной валюты, сталкиваются с мощными негативными тенденциями.

Слабый вариант предусматривает меньшее замедление в странах с формирующимся рынком, чем это случалось традиционно при данных изменениях в промышленно развитых странах. В рамках этого процесса странам с формирующимся рынком должны благоприятствовать такие компенсирующие факторы, как отложенный спрос местных потребителей, высокий уровень внутренних сбережений, крупные международные резервы и значительные возможности для маневра в области антициклической макроэкономической политики.

Но даже если слабая форма гипотезы о «расстыковке» окажется правильной, она вряд ли сколь-нибудь значимым образом нейтрализует негативное воздействие сокращения доли заемных средств на рост мировой экономики, сокращение

Рисунок 3

Новый локомотив?

Страны с формирующимся рынком стали главной движущей силой роста мировой экономики.

(Вклад в прирост ВВП мировой экономике, в процентах)

Источники: Международный Валютный Фонд и PIMCO.

бедности и благосостояние. Это объясняет принятые недавно во многих странах мира решительные меры политики, направленные на:

- восстановление бесперебойного потока денежных средств и залогового обеспечения, в том числе путем восстановления доверия к платежно-расчетной системе;
- пополнение капитала в банках и других финансовых организациях;
- устранения чрезмерной неопределенности, связанной с непрозрачными и сложными активами;
- изменение воздействия некоторых нормативных положений, с тем чтобы обеспечить большее антициклическое воздействие.

В то время когда вводились эти меры политики, динамика сокращения доли заемных средств радикальным образом изменила финансовую архитектуру США. Только подумайте: в 2008 году различия между коммерческими и инвестиционными банками были устранены; некоторые легендарные инвестиционные банки, такие как Bear Stearns и Lehman Brothers, исчезли; фирма Merrill Lynch теперь является частью Bank of America; два известных банка, Wachovia и Washington Mutual, были поглощены более прочными организациями; крупнейшая в мире страховая компания, AIG, получила экстренное пополнение капитала от Федеральной резервной системы.

Первоначальное неучастие МВФ

Когда в ближайшие месяцы шторм успокоится, усилится спор о том, как система оказалась в такой трясине и почему. Более того, на момент написания мною этой статьи идут разговоры о новой Бреттонвудской конференции. Я подозреваю, что эти дискуссии будут охватывать широкий круг агентов, в том числе банки, инвесторов, органы регулирования, и важнее всего — менеджеров по рискам как в частном, так и государственном секторе. Участники прений также будут рассматривать вопрос о том, имели ли директивные органы надлежащие инструменты политики, когда они признали проблемы, стоящие перед финансовой системой.

Несомненно, будут сделаны многочисленные выводы, некоторые обоснованные, другие — не очень. Я считаю, что наибольший отклик вызовет вывод о том, что глобальные финансовые операции в конечном итоге стали намного опережать способность системы обеспечивать их упорядоченное ведение. Проще говоря, нас подвела инфраструктура системы, как на национальном, так и глобальном уровне.

На глобальном уровне участники дискуссий, несомненно, заострят внимание на отсутствии активного участия МВФ, по крайней мере до настоящего времени, когда он поддерживает уязвимые страны с формирующимся рынком. В конечном счете, сокращение доли заемных средств представляло собой настоящий системный кризис, который ударил в сердце глобальной финансовой системы. Он затронул «глобальные общественные блага», которые критически необходимы для благополучия большого числа стран (например, статус доллара как резервной валюты, предсказуемость самого ликвидного рынка государственных обязательств и бесперебойное функционирование платежно-расчетной системы, которой пользуется большинство стран).

Парадоксально, но у МВФ не было недостатка анализа. Организация на раннем этапе выявила совместную ответственность стран за исправление растущих глобальных дисбалансов. Более того, наблюдалось общее согласие с мерами политики, предложенными МВФ и другими. Когда МВФ пересматривал и укреплял свой анализ финансового сектора, он выявил некоторые важнейшие проблемы экономической политики.

Но мнения и рекомендации МВФ в основном игнорировались, и он не выполнил роли «знающего и проверенного советчика». В то же время глобальная система достигла точки долговой усталости, после чего начался неупорядоченный процесс сокращения доли заемных средств, который мы сейчас испытываем.

Отказавшись первоначально от превосходного решения (выработки скоординированного многостороннего подхода), глобальная система понесла существенные издержки. К их числу относятся: упущенный рост доходов, финансовая нестабильность и безработица. При этом не следует забывать, что наибольшему риску подвергаются наиболее уязвимые слои нашего общества.

Дилемма заключенных

В конечном итоге упорядоченное глобальное политическое решение провалилось из-за недостатков в экономике отдельных стран и неспособности МВФ и других многосторонних механизмов (таких, как Группа семи) преодолеть проблемы международной координации. Все крупные страны в глобальной системе заинтересованы в успешных результатах. Однако в рамках ситуации, именуемой в литературе по теории игр «дилеммой заключенных», первая страна, принявшая меры экономической политики, рискует ухудшить свое положение, если за ней своевременно не последуют другие.

Не обладая достаточной легитимностью и представительством, многосторонняя система была слишком слабой и не могла обеспечить необходимые гарантии того, что превентивные меры одной страны будут сопровождаться действиями других, направленными на поддержку этих мер. В результате ни одна страна не предприняла решительных и своевременных действий для преодоления дисбалансов.

Этот урок должен быть в самом центре внимания сейчас, когда глобальная система вступает в фазу, которая, вероятно, будет длительным периодом восстановления и реформ. Для достижения высоких темпов роста, сокращения бедности и обеспечения финансовой стабильности во взаимосвязанном мере требуется нечто большее, чем своевременные национальные меры политики. Необходимо, чтобы страны в своей национальной политике уделяли большее внимание различным трансграничным последствиям. Ничего подобного не произойдет без смелой модернизации системы международной координации экономической политики. Если мы не перестроим глобальную финансовую архитектуру сейчас, мы обречены на повторение ошибок прошлого. ■

Мохамед Эль-Эриан является сопредседателем и соруководителем инвестиционной деятельности PIMCO, крупнейшего в мире облигационного инвестиционного фонда. Он был сотрудником МВФ с 1983 года по 1997 год.

Кризис через призму истории

Текущий финансовый кризис является сильным, но история подсказывает способы предотвращения новой Великой депрессии

Чарльз Коллинз

ЭКОНОМИЧЕСКАЯ история вновь популярна. В первой половине 2008 года быстро растущие цены на нефть и другие биржевые товары пробудили неприятные воспоминания о стагфляции 1970-х годов. Затем необычайное усиление глобального кризиса, начавшееся с банкротства компании Lehman Brothers в середине сентября, воскресили еще более мрачные воспоминания о Великой депрессии 1930-х годов.

Сравнение текущего финансового кризиса с самым сильным и разрушительным экономическим катаклизмом в современной истории может показаться чрезмерным, но нет никаких сомнений в том, что происходящий кризис является наиболее опасным со времени окончания Второй мировой войны. Беспрецедентную угрозу глобальному процветанию за последние 70 лет создает не столько глубина спада в отдельных странах — разрушительные финансовые банкротства имели место и раньше в странах с развитой экономикой и странах с формирующимся рынком, — сколько его проникновение во все уголки мира.

Но сколь сильным является текущий финансовый кризис по историческим меркам? И главное, каковы будут его вероятные экономические последствия и что можно сделать, чтобы ограничить размер ущерба и проложить путь к экономическому возрождению?

Ответить на эти вопросы может помочь экономическая история, раскрывающая как необходимую перспективу для понимания относительных масштабов и серьезности текущего кризиса, так и ценные уроки, которые могут быть использованы для его преодоления.

Фото: очередь за хлебом в Нью-Йорке во время Великой депрессии.

Еще не совсем Великая депрессия

Одним мерилом, позволяющим почувствовать масштабы текущего кризиса, служит размер финансовых убытков. Согласно оценкам, приводимым в последнем «Докладе по вопросам глобальной финансовой стабильности» МВФ (IMF, 2008), потери по инструментам, связанным с ипотечными продуктами в США, и другим кредитам составят 1,4 трлн долл. США на основе рыночных цен на середину сентября. В долларовом выражении эти потери превысят убытки в ходе любого финансового кризиса за послевоенное время. Более того, они, вероятно, окажутся еще более значительными, принимая во внимание усиление финансового кризиса на глобальных рынках с середины сентября. Тем не менее, в процентном отношении к ВВП эти потери не столь высоки, как понесенные некоторыми странами во время сильных кризисов в прошлом (см. рисунок 1).

Другим мерилом служит степень рыночного напряжения. В октябрьском выпуске 2008 года «Перспективы развития мировой экономики» МВФ (Lall, Cardarelli, and Elekdag, 2008) приводятся расчеты индекса финансового стресса, калиброванного для 17 стран с развитой экономикой за период с 1980 года. Этот индекс, который охватывает период по сентябрь 2008 года и включает такие переменные, как межбанковские спреды и показатели рынков акций и облигаций, достиг уровня, сопоставимого с предыдущими пиковыми периодами стресса в целом ряде стран. Еще более поразительным является то, что степень стресса удерживается на высоком уровне уже почти год и сказывается на всех странах в выборке (см. рисунок 2). Кроме того, начиная с сентября, напряженность быстро распространяется на страны с формирующимся рынком, в том числе многие из тех стран, которые изначально считались более

устойчивыми к внешним факторам, чем в прошлом, ввиду их укрепившегося баланса и огромных международных резервов.

Поэтому настоящий кризис, безусловно, отличается необыкновенной глубиной, протяженностью и силой. Но сравним ли он с масштабами финансового краха 1930-х годов? Не совсем. В период с 1929 по 1933 годы в Соединенных Штатах закрылось 2500 банков, а банковское кредитование сократилось на одну треть. Индекс фондового рынка снизился на 75 процентов относительно его пикового уровня, а безработица превысила 25 процентов. Более того, Великая депрессия вызвала глубокий экономический спад во всем мире. В сравнении с этим то, что мы видели до сих пор, по-прежнему представляется кризисом в ограниченном масштабе. Банкротства банков были весьма ограниченными, а потери по депозитам и другим требованиям к банкам были минимальными, так как органы регулирования быстро приняли меры в отношении несостоятельных учреждений. До настоящего времени банковское кредитование поддерживалось, так как национальные власти приложили большие усилия для того, чтобы предотвратить разрушительное обесценение банковского капитала, даже если это требовало широкого применения таких нетрадиционных и чрезвычайных инструментов, как национализация и предоставление государственного капитала.

Сложные взаимосвязи

Каковы будут последствия этого финансового кризиса для мировой экономики? Его воздействие является сложным и охватывает различные механизмы. Во-первых, что наиболее важно, доступ к банковскому кредиту, вероятно, будет крайне ограниченным в течение значительного периода времени, пока банки пытаются сократить соотношение между заемными и собственными средствами и восстановить капитальную базу. Условия банковского кредитования уже были резко ужесточены, и, вероятно, они станут еще более строгими, так как ослабление экономики ведет к новым банковским убыткам, даже несмотря на то что правительства выделяют государственные средства на укрепление капитальной базы. Во-вторых, доступ к рынкам долговых ценных бумаг резко ужесточился не только для более рискованных низкокачественных заемщиков, но и для эмитентов с самым высоким рейтингом и учреждений, выпускающих краткосрочные ценные бумаги, такие как коммерческие векселя, которые обычно не подвержены таким рискам. В-третьих, падение курсов акций и стоимости жилой недвижимости подорвало чистую стоимость активов домашних хозяйств. Например, чистая стоимость активов домашних хозяйств в Соединенных Штатах, согласно оценкам, за последний год уменьшилась на 15 процентов. В-четвертых, страны с формирующимся рынком также сталкиваются со значительно более жесткими ограничениями внешнего финансирования, так как глобальная тенденция к снижению соотношения между заемными и собственными средствами и сокращению риска уменьшила заинтересованность инвестора в этих рынках.

Насколько сильным окажется совокупное воздействие? Некоторое представление об этом можно получить, рассмотрев экономическую активность после финансовых кризисов в прошлом. На первый взгляд, имеющиеся сведения неоднозначны. В недавнем исследовании «Перспективы развития мировой экономики» был сделан вывод о том, что только приблизительно в половине из 113 случаев финансового стресса в последние 30 лет имели место замедление экономики или спад. Однако характеристики стресса имеют ключевое значение для масштабов макроэкономического воздействия. Случаи, связанные с банковскими кризисами, обычно приводят к значительно более сильным макроэкономическим последствиям. В действительности спады, связанные с банковскими кризисами, обычно длятся в два раза дольше и бывают в два раза сильнее, что означает, что совокупные потери выпуска продукции оказываются в четыре раза выше. Кроме того, в случаях, когда финансовый стресс сохраняется дольше, ущерб, как правило, оказывается выше.

Для определения макроэкономических последствий финансового стресса также важны предшествующие условия. Одним из факторов устойчивости глобальной экономики служит то, что перед началом текущих событий балансы корпораций в основном были прочными, учитывая значительные усилия по реструктуризации, предпринятые после обвала акций корпораций в области информационных технологий в 2001–2002 годах. В целом соотношение между заемными и собственными средствами корпораций было уменьшено, а прибыльность была поднята до высокого уровня, и эти два обстоятельства должны обеспечить запас прочности при ужесточении финансовых условий. Однако менее вдохновляющим является то, что балансы домашних хозяйств выглядят значительно менее прочными, особенно в Соединенных Штатах, где норма сбережений снизилась, а заимствование резко возросло во время жилищного бума вплоть до 2006 года, и недавнее снижение курса акций и цен на жилье подорвало чистую стоимость активов.

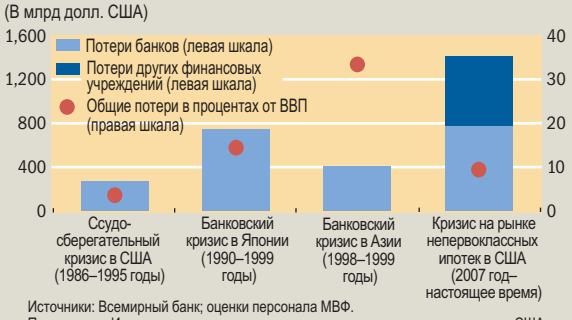
Какова ситуация в странах с формирующимся рынком? Вновь, здесь имеются свои нюансы. Балансы их государственного сектора являются намного более прочными, чем при замедлении темпов роста в 2001–2002 годах, и ведущие страны с формирующимся рынком накопили большие запасы международных резервов и сократили отношение государственного долга к ВВП в годы высокого экономического роста, что дает больший простор для маневра перед лицом внеш-

Рисунок 1

Уроки истории

Некоторые страны понесли большие потери в ходе предыдущих кризисов по сравнению с потерями на настоящий момент в результате текущего кризиса.

(В млрд долл. США)



Источники: Всемирный банк; оценки персонала МВФ.

Примечание. Издержки в связи с кризисом на рынке непервоклассных ипотек в США отражают оценки потерь банков и других финансовых учреждений, произведенные персоналом МВФ. Все издержки приводятся в пересчете по реальному курсу доллара в 2007 году. Азиатский кризис имел место в следующих странах: Индонезия, Малайзия, Корея, Филиппины и Таиланд.

Рисунок 2

Высокий стресс

Текущий кризис вызвал значительный стресс практически во всех странах с развитым рынком, который длится уже почти год.

(Доля стран, испытывающих финансовый стресс)

Источники: Haver Analytics; аналитическая база данных ОЭСР; OECD, Economic Outlook (2008); расчеты персонала МВФ.

Рисунок 3

В более хорошей форме

В ходе текущего снижения экономической активности более высокие внешние резервы и более низкая задолженность обеспечивают запас прочности экономики многих, но не всех стран с формирующимся рынком и развивающихся стран.

Источник: расчеты персонала МВФ.

Примечание. Совокупные данные по странам с формирующимся рынком и развивающимся странам согласно классификации, используемой в базе данных издания МВФ «Перспективы развития мировой экономики».

него давления (см. рисунок 3). Но отнюдь не во всех странах условия улучшились. Многие страны, в частности страны с формирующимся рынком в Европе, а также в других регионах, допустили накопление крупного дефицита по счетам текущих операций, частично финансировавшегося притоком портфельного и банковского капитала, теперь резко уменьшился ввиду глобального сокращения соотношения между заемными и собственными средствами. И даже страны с прочным балансом государственного сектора характеризуются уязвимостью, связанной с быстрым ростом частного банковского кредитования и завышенными оценками возможностей заемщиков среди корпораций и домашних хозяйств, и все эти факторы теперь сказываются на резком оттоке капитала из стран с формирующимся рынком. Резкое падение цен на биржевые товары, что является знакомой тенденцией в периоды глобального замедления роста, усиливает давление на экспортеров биржевых товаров, особенно тех, которые потратили большую часть раннего накопленных доходов.

С учетом исторического опыта глобальную экономику, очевидно, ожидает сильное замедление экономического роста. Действительно, активность уже замедлилась, а доверие фирм и потребителей упало. В 2009 году активность в странах с развитой экономикой, согласно последним глобальным прогнозам МВФ, сократится на годовой основе, что произойдет впервые после окончания Второй мировой войны. Рост в странах с формирующимся рынком также должен в целом существенно замедлиться, причем в большей степени в более уязвимых странах, хотя устойчивость крупных стран, таких как Китай, несколько поддержит глобальную экономику.

Уроки истории

Итак, чему нас может научить история, в том что касается ограничения ущерба и минимизации рисков ухудшения ситуации в глобальной экономике? Первый и наиболее важный урок, который можно извлечь из всех финансовых кризисов со времен Великой депрессии, заключается в том, что необходимо действовать быстро, смело и комплексно, чтобы устранить напряженность в финансовой сфере. В первую очередь, силы надо направить на тушение пожара, даже если это потребует нетрадиционных мер, которые не могут быть применены иначе, как при системном кризисе. По словам бывшего министра финансов США Лари Саммерса, когда рынки чрезмерно реагируют на ситуацию, директивные органы должны также чрезмерно реагировать. Так, Великая депрессия стала великой частично из-за того, что в течение четырех лет после обвала фондовой биржи в 1929 году директивные органы проводили традиционную политику, которая позволила кредиту сократиться, банкам обанкротиться, а кризису самоусилиться. Этот пугающий прецедент хорошо известен современным разработчикам политики, включая Председателя ФРС Бена Бернанке, который внимательно изучал этот период и является автором работ по взаимосвязям между финансовым и реальным секторами экономики (Bernanke, 1983).

Более поздним предупреждением служит опыт Японии в 1990-е годы, где проблема воздействия на балансы банков и корпораций обвала резко возросших цен на жилье и акции не решалась многие годы, что явилось одним из факторов целого десятилетия низкого экономического роста (см. в настоящем выпуске «Дорога к восстановлению. Опыт Японии», стр. 24–25). Более положительным примером служат жесткие ответные меры на банковский кризис в странах Северной Европы в начале 1990-х годов, создавшие условия для сильного экономического оживления после резкого снижения деловой активности (см. в настоящем выпуске «Стокгольмские решения», стр. 21–23).

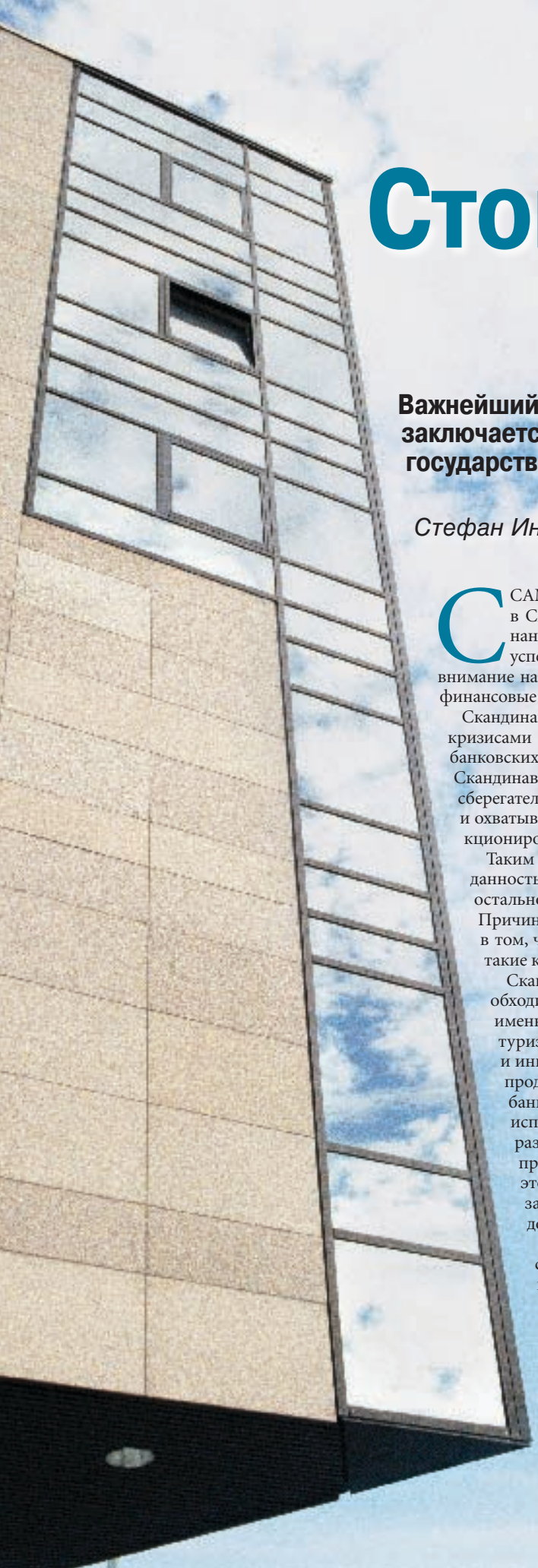
Второй важный урок заключается в важности оказания макроэкономической поддержки параллельно с принятием финансовых мер. Когда эффективность денежно-кредитной политики ограничена из-за дезорганизации финансового рынка, важную роль в поддержании темпов роста реальной экономики и уменьшении негативных взаимосвязей между финансовым и реальным секторами должно играть налогово-бюджетное стимулирование. Действительно, в настоящее время все больший интерес проявляется к наращиванию расходов на инфраструктуру, по аналогии с программами общественных работ времен Великой депрессии. Однако, как четко показывает пример Японии, сама по себе макроэкономическая поддержка обеспечивает только простор для маневра, но не является решением проблемы; этот простор необходимо использовать для решения базовых финансовых проблем, иначе эффективность серии принимаемых пакетов мер будет постоянно падать. Кроме того, следует признать, что возможности для принятия ответных макроэкономических мер будут ограниченными в странах, в которых слабое управление государственным сектором является составным элементом проблемы, что часто отмечается в случае кризисов в странах с формирующимся рынком.

Третий урок состоит в необходимости принятия мер политики, которые оказывают свое действие на глобальном уровне. Вновь, Великая депрессия служит классическим примером того, что не следует делать: повышение тарифов в соответствии с Законом о тарифах Смута-Хоули в Соединенных Штатах, названное «политикой разорения соседа», способствовало распространению кризиса во всем мире. Другие примеры эффекта отрицательного цепного воздействия решений в области политики одной страны на другие страны можно найти в случае Латиноамериканского кризиса задолженности 1980-х годов и Азиатского кризиса.

В более положительном плане последние месяцы четко продемонстрировали преимущества скоординированных на международном уровне мер, в том числе мер поддержки ликвидности, усиления защиты депозитов и межбанковских открытых позиций, санации несостоятельных учреждений и либерализации денежно-кредитной политики. Разрабатываются также меры для обеспечения достаточного внешнего финансирования стран, пострадавших в результате цепного распространения кризиса, включая меры по расширению доступа к кредитам МВФ.

Суть заключается в том, что, извлекая уроки прошлого, мы можем избежать повторения худшего. Глобальная экономика переживает массовый финансовый кризис, однако ущерб можно ограничить путем принятия сильных и скоординированных мер, направленных на преодоление финансового ущерба, поддержание деятельности и обеспечение дальнейшего доступа к внешнему финансированию. ■

Чарльз Коллинз — заместитель директора Исследовательского департамента МВФ.



Стокгольмские решения

Важнейший урок из опыта скандинавских стран заключается в необходимости активного участия государства в преодолении кризиса

Стефан Ингвес и Гёран Линд

С САМОГО начала текущих финансовых потрясений, которые возникли в США, директивные органы обращали свой взгляд на прошлые финансовые и банковские кризисы, чтобы извлечь уроки того, как можно успешно преодолеть последствия кризисов. Многие из них обратили внимание на случай Швеции и других скандинавских стран, которые пережили финансовые кризисы в начале 1990-х годов.

Скандинавские потрясения начала 1990-х годов были первыми системными кризисами в промышленно развитых странах с 1930-х годов, если не считать банковских проблем, непосредственно связанных со Второй мировой войной. Скандинавским кризисам предшествовал широко изученный кризис ссудосберегательных ассоциаций США, который не был подлинно общесистемным и охватывал подсектор в рамках крупного финансового рынка, успешно функционировавший в остальных отношениях.

Таким образом, скандинавские банковские кризисы были полной неожиданностью. Как могли такие проблемы возникнуть в хорошо налаженных в остальном экономиках и финансовых системах с надлежащим управлением? Причина того, что мы продолжаем думать об этих кризисах заключается в том, что скандинавские страны показали, как эффективно преодолевать такие кризисы.

Скандинавские страны позволили миру извлечь важные уроки о необходимости активного участия государства в процессе урегулирования: именно государство (а не частный сектор) провело системную реструктуризацию, стремясь в максимальной степени привлекать собственников и инвесторов из частного сектора. Ответные меры в Скандинавии также продемонстрировали роль государства в защите стоимости активов банков, когда частные рынки активов обваливаются, а также методы использования специальных компаний по управлению активами и подразделений по урегулированию просроченных ссуд, которые должны принадлежать государству, если частные инвесторы отсутствуют, как это часто бывает во время системного кризиса. Такие органы могут защитить стоимость активов за счет тщательного управления и предотвращения убытков при вынужденной распродаже.

Авторы были глубоко вовлечены в преодоление последствий шведского кризиса 1991–1993 годов, поэтому в данной статье основное внимание уделяется опыту Швеции и его сравнению с текущими потрясениями.

Особенности кризисов

Текущие международные финансовые потрясения заставили многих людей, связанных с финансовыми рынками, пересмотреть давние представления о том, как работают рынки. Тем не менее, многое из случившегося мы уже наблюдали, хотя и в меньших масштабах.

Каждый банковский кризис демонстрирует различное сочетание причин, но основные ингредиенты всегда присутствуют, как они присутствовали в скандинавских странах: необоснованные банковские операции, недостаточная рыночная дисциплина, слабое банковское регулирование и надзор, недостаточные меры макроэкономической политики, связанные с финансовой либерализацией.

Начавшись, финансовые кризисы следуют общей траектории.

- Глубинные недостатки становятся очевидными.
- Толчком к возникновению острого кризиса является конкретное событие.
- Кризис распространяется и усиливается.
- Принимаются меры по уменьшению последствий кризиса и его преодолению.

В нашем анализе рассматриваются некоторые схожие элементы и различия между шведским кризисом и текущим кризисом и предлагаются методы преодоления текущей ситуации.

Глубинные недостатки: некоторые сходства

Исходной причиной большинства кризисов является необоснованное предоставление кредитов, часто связанных с недвижимостью, которое базируется на чрезмерно оптимистических оценках в сочетании с низкими ставками и макроэкономическими дисбалансами. Циклы в секторе недвижимости являются достаточно продолжительными, поэтому инвесторы и кредиторы, по-видимому, игнорируют вероятность будущих спадов. Они недооценивают риск и предоставляют слишком большой объем кредита и тем самым поддерживают спекулятивные «пузыри».

Ситуация часто усугубляется готовностью политиков, действующих из лучших побуждений, содействовать строительству жилья. Расширение и модернизация жилищного фонда являются весьма привлекательной целью. Государственные стимулы поддерживают спрос на жилье, особенно для менее кредитоспособных покупателей. До либерализации шведского кредитного рынка законодательство вынуждало банки выделять значительную часть своих ресурсов на финансирование жилья и другие проекты в сфере недвижимости. По ипотечным ссудам и инвестициям в жилье предоставлялись «де-факто» государственные гарантии, аналогично гарантиям для гигантов ипотечного рынка США Fannie Mae и Freddie Mac. В шведском кризисе для спасения принадлежащих муниципалитетам компаний, владевших многоквартирными домами, государство было вынуждено потратить крупные суммы средств налогоплательщиков.

Иногда банковские группы, другие участники рынка и даже официальные органы не учитывают в достаточной мере последствия забалансовых и других возможных рисков. Например, в текущем кризисе финансовые и репутационные риски возникают в результате механизмов структурированного инвестирования (МСИ) и других кредитных инструментов, а также требований к банковской ликвидности в связи с забалансовыми обязательствами. В шведском кризисе финансовые компании играли роль, аналогичную МСИ. Эти компании регулировались в меньшей степени, чем банки, и приняли на себя многие из более рискованных ссуд. Когда финансовые компании столкнулись с проблемами ликвидности, банки обнаружили, что им необходимо было продолжать финансировать эти компании, с которыми они были фактически тесно связаны, хотя юридически эти компании были независимыми.

Хотя финансовое страхование не было решающей проблемой в шведском кризисе, оно было общим компонентом во многих кризисах. Страховщики, по-видимому, в благополучные времена принимают на себя слишком много обязательств. В кризисной ситуации страховщики с высоким левериджем усугубляют общесистемную проблему.

Накопление уязвимых мест иногда объясняется пробелами в финансовом регулировании и надзоре. Развитие финансовой системы, как правило, повышает эффективность финансового посредничества и обеспечивает более разнообразные услуги более высокого качества для клиентов. Но оно также влечет за собой новые риски, которые участники рынка и представители официальных органов могут до конца не понимать. В случае Швеции не учитывалась в достаточной мере концентрация рисков при предоставлении сектору недвижимости чрезмерного объема кредитов. Кроме того, банки и официальные органы не отдавали себе отчет в потенциальной опасности предоставления инвалютных кредитов шведским заемщикам, доходы и активы которых выражались в национальной валюте. В текущем международном кризисе очевидно, что ни банки, ни органы регулирования полностью не учли последствия модели первоначального кредитования и последующей продажи кредитов, и в частности, использования МСИ и других фондов, основанных на производных инструментах.

Некоторые важнейшие различия

Кризис ссудо-сберегательных ассоциаций в США был связан в основном с коммерческой недвижимостью, шведский кризис касался определенного сочетания коммерческой и жилой недвижимости; сегодняшний кризис непервоклассных ипотек связан в основном с жильем. Но между текущим кризисом и кризисом в Швеции есть фундаментальное различие, которое состоит в том, что сегодня исходные кредитные проблемы усугубляются весьма сложными инструментами и тесно связанными рынками, как внутри страны, так в международном плане.

Хотя в прошлых кризисах присутствовали международные связи, — например, иностранные инвесторы держали облигации, выпущенные в странах, переживших кризис, — сегодня международные последствия имеют более существенный и непосредственный характер. Неплатежи по непервоклассным ипотекам США и инструментам, основанным на этих ссудах, затронули банки во многих странах, в том числе в Германии, Соединенном Королевстве и Франции. Даже отдаленные муниципалитеты Норвегии, находящиеся за Полярным кругом, понесли значительные убытки по инструментам, основанным на непервоклассных ипотеках США.

Аналогичным образом, связи между различными внутренними финансовыми рынками стали на этот раз намного более очевидными. Помимо кредитных рынков, существенно пострадало финансирование для коммерческих бумаг, ценных бумаг, обеспеченных активами, межбанковских рынков и местных органов США. Явно пострадали как курсы, так и ликвидность на рынках акций и ценных бумаг.

Наиболее острой проблемой является сокращение ликвидности. Проявляя недоверие, агенты, имеющие излишние ликвидные средства, не хотят переводить их туда, где они необходимы. Власти могут решить и решают эту проблему при отсутствии рыночного решения, которое было бы сопряжено с меньшими издержками и нарушениями и, следовательно, было бы предпочтительным. Поэтому быстрое восстановление доверия должно быть самой первоочередной задачей. Но сейчас сделать это сложнее, поскольку сложные инструменты, проблемы стоимостной оценки и организационно-правовые механизмы усложняют понимание подлинной финансовой позиции банка для аналитиков и контрагентов банка. Они задаются вопросом: «Кто в конечном итоге несет фактический риск по этим проблемным активам?»

Преодоление кризиса согласно шведской модели

По сравнению с текущими потрясениями шведский кризис был в большей мере «чисто» кредитным кризисом и, следовательно, более простым для анализа и преодоления. Подлинные масштабы убытков по кредитам и иного ущерба банкам были оценены на перспективной основе. Затем собственникам банков было предложено внести необходимый дополнительный капитал или дать официальным органам Швеции возможность урегулировать ситуацию, что подразумевало финансовую поддержку на строго оговоренных условиях или даже вмешательство государство и реструктуризацию банков.

Власти Швеции быстро признали необходимость восстановления доверия к финансовой системе. Массового и крупномасштабного изъятия депозитов из банков не было, но иностранные кредиторы шведских банков стали сокращать свои кредитные линии. Кредиторы сочли сложным оценить ситуацию отдельных банков и поэтому уменьшали свой риск. Банки и официальные органы должны были приложить максимум усилий для восстановления доверия. Слов было недостаточно, необходимы были действия.

Важную роль в восстановлении доверия сыграла прозрачность. Власти заставили банки раскрыть свою истинную финансовую ситуацию. Власти также были готовы информировать общественность о своих планах и действиях. Руководители из Министерства финансов отправились в Нью-Йорк и Лондон для встречи с банкирами и финансовыми аналитиками. Эта мера оказалась успешной, и кредитные линии шведским банкам были вскоре восстановлены.

Важным элементом прозрачности является способность определять стоимость банковских портфелей, что является сложным, когда рынки базовых активов неликвидны и не дают достоверной информации о ценах. Власти Швеции вынудили банки давать консервативную оценку своих активов, особенно позиций на рынке недвижимости. Поэтому финансовая ситуация банков на ближайшую перспективу выглядела, возможно, более мрачной, но в то же время был установлен самый нижний предел. Стабилизировались ценовые ожидания, и рынок вновь стал расти. В некоторых кризисах власти старались сгладить изменения цен, и возникшая в результате неопределенность продолжалась дольше и тем самым задерживала подъем.

Одной из предпосылок установления доверия является политический консенсус. В Швеции все главные политические партии приняли основу урегулирования кризиса. Основа включала структуру для ускорения и координации ответных мер среди соответствующих органов при сохранении целостности каждого органа. Был создан новый орган — Управление по поддержке банковской системы (УПБС). До принятия решения УПБС должно было заручиться согласием центрального банка, Управления по финансовым услугам Швеции, Национального управления по обслуживанию долга. Если согласия не было (это случалось редко), вопрос передавался в Министерство финансов. Странам, в которых отсутствовал политический консенсус или где власти не действовали согласованно, было труднее быстро принимать меры по исправлению ситуации.

Опыт демонстрирует значение надлежащего законодательства и институтов для решения проблемы слабых банков. Не имея этих инструментов, Швеции пришлось импровизировать. У Соединенного Королевства также не было специальной системы решения проблемы слабых банков, что задержало урегулирование ситуации Northern Rock. У США есть отлаженная система законов, институтов, знаний и опыта, которая постепенно создавалась после крупномасштабных дефолтов банков 1930-х годов. Тем не менее, США пришлось применять систему гибким и нетрадиционным образом, с тем чтобы предусмотреть решения для организаций, не являющихся коммерческими банками, например, Bear Stearns и Fannie/Freddie. Концепция «общесистемных угроз» была расширена, с тем чтобы официально признать, что, например, инвестиционные банки также могут создавать такую угрозу.

Преодоление несклонности к риску

Неадекватные методы предоставления кредитов в секторе недвижимости были, несомненно, основным уязвимым местом как в шведском, так и в текущем кризисе. Острая фаза обоих кризисов была вызвана ослаблением экономики в целом, в частности, жилищного сектора. Инвесторы стали менее склонны к риску, поэтому премии за риск увеличились.

Воздействие обоих кризисов распространялось за счет ограничения ликвидности и цепной реакции, охватившей другие организации и рынки. Однако текущие потрясения являются более суровыми, поскольку затронуто больше рынков. Они также усугубляются сложными финансовыми инструментами, с трудом поддающимися оценке, забалансовыми обязательствами и связанными с банками механизмами (МСИ и другие кондуиты).

Методы уменьшения последствий кризиса также в целом схожи. В широких масштабах предоставлялась ликвидность благодаря согласованным международным действиям в недавнем кризисе и национальным мерам в шведском кризисе. В обоих случаях банки подвергались национализации, слиянию или продаже (иногда при финансовой поддержке властей).

Более того, один из главных уроков скандинавского опыта состоит в том, что директивные органы не могут полагаться только на частный сектор или рынки, с тем чтобы решить проблемы банковской системы. Подобно потребности в кредиторе последней инстанции для преодоления общесистемной нехватки ликвидности есть потребность в инвесторе или собственнике последней инстанции, когда иссякли все другие источники капитала и закрытие всей банковской системы не является приемлемым вариантом. Существует также определенная роль для общих государственных гарантий в целях восстановления доверия и предотвращения массового изъятия вкладов из банков и потенциального краха финансового сектора с массовым уничтожением стоимости, предусматриваемым таким сценарием.

Восстановление доверия

Подытоживая вышесказанное, текущий кризис имеет многие узнаваемые черты прошлых кризисов, но они усугубляются высокой сложностью финансовых инструментов и институциональных механизмов, а также тесными взаимосвязями между рынками как внутри стран, так и в международном плане.

Два кризиса, если основываться на опыте других кризисов, свидетельствуют о том, что кризис не может быть преодолен до тех пор, пока не восстановлено доверие. Обеспечение более высокой степени прозрачности уменьшает неопределенность. Прозрачность подразумевает большее раскрытие сведений о том, какие организации держат рискованные активы, и о реалистичной стоимости этих активов. Сами власти должны сообщать, насколько это возможно, информацию о кризисной ситуации и о своих планах. ■

Стефан Ингвес является президентом Шведского государственного банка, а Геран Линд — советником Правления этого банка.

Клиент банка у ультрасовременного банкомата в Токио.

Дорога к восстановлению
Опыт Японии

Необходима стратегия решения проблем ликвидности и платежеспособности

Кеннет Кан и Муртаза Саед

НА ПРОТЯЖЕНИИ большей части 1990-х и начала 2000-х годов Япония боролась с финансовым кризисом, истоки которого в некоторых отношениях схожи с потрясениями, охватившими США сегодня. История событий пятнадцатилетней давности во второй по величине экономике мира безошибочно вызывает ощущение уже увиденного: лопнувший «пузырь» рынка недвижимости, созданный чрезмерной ликвидностью, слабое финансовое регулирование и излишне оптимистичные прогнозы цен на активы, вызвавшие кризис недвижимости и банковский кризис.

По сравнению с последствиями и ответными мерами в прошлом году, события в Японии имели намного более продолжительный характер. Хотя лопнувший «пузырь» в Японии нагрузил финансовую систему крупными необслуживаемыми кредитами (НОК) и существенно ослабил экономику, прошло немало времени, прежде чем полный масштаб проблем стал очевидным.

В 1997 году, через шесть лет после возникновения в Японии проблем, растущие убытки по дефолтным кредитам на недвижимость и падающие курсы акций привели к остановке работы межбанковского рынка и волне банкротств в финансовом секторе, в том числе некоторых крупнейших банков страны. Столкнувшись с параличом финансовой системы, который угрожал подрывом всей экономики, Банк Японии попытался разблокировать кредитные рынки. Правительство также организовало крупномасштабные интервенции с использованием государственных средств, решая знакомую сейчас дилемму: как содействовать упорядоченному сокращению доли заемных средств при сведении к минимуму затрат для налогоплательщиков и ограничении морального риска. В случае Японии кризис был успешно преодолен, но лишь после «потерянного десятилетия» экономической стагнации и продолжительного периода дефляции.

Сегодняшний кризис, пожалуй, представляется еще более опасным, учитывая его глобальный охват, сложность связанных с ним проблемных инструментов и значительно более слабые международные условия. На этот раз к финансовым организациям с высоким левериджем (долей заемных средств) присоединились домашние хозяйства с высоким уровнем долга, что усугубляет слабость внутренних балансов. Тем не менее, оба кризиса имели в целом схожие истоки, поэтому достигнутый в конце концов успех Японии и первоначальные трудности с преодолением ее проблем, вероятно, помогут извлечь полезные выводы.

Стратегия Японии формировалась на протяжении ряда лет, что отражало широту кризиса и его постепенное разрастание. Вначале она была сосредоточена на новаторских и исключительных мерах Банка Японии по предоставлению ликвидности, в том числе на расширении диапазона приемлемых видов залога, прямую покупку активов, количественном смягчении при политике нулевых процентных ставок. Хотя предоставление ликвидности было необходимым, этого оказалось недостаточно для решения проблем финансовой системы. Когда кризис усилился, власти обратились к банкам, проводящим реструктуризацию, и подтолкнули их к признанию проблемных займов и мобилизации нового капитала, а также, в некоторых случаях, к привлечению государственных средств или оставлению сектора. В конечном счете, более жесткий надзор, осмотрительное использование государственных средств и прочная основа для реструктуризации проблемных активов помогли восстановить здоровье финансовой системы. Банковские убытки, превысившие 100 трлн иен (примерно 1 трлн долл.), были намного больше, чем первоначально предусматривалось, а для урегулирования НОК и рекапитализации банков в конечном итоге потребовалось около 47 трлн иен государственных средств. Однако с тех пор почти три четверти этих средств было возмещено.

Отрадно, что первоначальная реакция на текущий кризис была быстрой и решительной и включала несколько мер по преодолению напряженности с ликвидностью на межбанковских рынках и принятие пакета экстренной помощи, финансируемой государством. В целом США пока действуют с завидной быстротой: в Японии полномасштабное предоставление средств налогоплательщиков на проведение комплексной реструктуризации финансового сектора произошло лишь в 1999 году, через восемь лет после обвала рынка недвижимости.

Но что делать дальше? Ситуация на финансовых рынках США остается очень напряженной, и в воздухе витают опасения суровой рецессии. Если история Японии может послужить каким-либо ориентиром, то некоторые наиболее трудные шаги еще предстоит сделать. Хотя до сих пор много усилий тратилось на банковские обязательства (защита депозитов и поддержка заимствования), комплексная стратегия решения более общих проблем (реструктуризация проблемных активов и содействие консолидации) еще полностью не сформирована.

Для устойчивого восстановления потребуется общесистемное решение, охватывающее проблемы на обеих сторонах балансов. В случае Японии для преодоления кризиса наиболее эффективным оказался комплексный подход, который включает проблемы как платежеспособности, так и ликвидности в банковской системе. Принятые меры включали рекапитализацию банков и реструктуризацию долгов корпоративного сектора. Стратегия Японии свидетельствует о нескольких потенциально полезных уроках.

• ***Предоставление ликвидности помогло предотвратить надвигавшийся системный кризис, но оно не решило полностью основной проблемы недостаточно капитализированной банковской системы.*** Большой объем ликвидности является частью решения, но без шагов по признанию убытков в полной мере и преодолению нехватки капитала работа рынков будет искажена, а необходимая реструктуризация будет задержана. Нечеткие методы бухгалтерского учета и отказ органов регулирования от применения принудительных мер маскировали проблему НОК в течение многих лет и ограничивали стимулы для таких действий, как поиски нового капитала или слияние с другими организациями. Задержка с признанием убытков оказалась очень дорогостоящей, она позволяла существовать неплатежеспособным компаниям-«зомби». Сегодня глобальные убытки по секьюритизированному долгу, оформленному в США, оцениваются МВФ примерно в 1,4 трлн долларов. Пока было списано лишь около половины этой суммы. Содействие могут оказать более прозрачные системы регулирования, основанные на оценке по справедливой рыночной стоимости, которая побуждает банки восстанавливать свои балансы. Как минимум, ранние меры по признанию убытков и созданию достаточных резервов могут помочь преодолеть нехватку капитала и запустить процесс реструктуризации.

• ***Государственные средства для рекапитализации банков были обусловлены списанием акционерного капитала и строгими критериями реализации для ограничения морального риска.*** Вливание капитала в жизнеспособные организации наряду с упорядоченным решением вопроса о нежизнеспособных организациях помогло поддержать кредит и повысить отношение капитала к активам в Японии. Вместе с тем в обмен на государственные средства от банков потребовалось списать капитал существующих акционеров, заменить высшее руководство и представить план реорганизации, который должен был регулярно проверяться Агентством по финансовым услугам. После того как менее жесткие методы провалились, государственные средства также направлялись в стратегических целях на содействие консолидации финансового сектора, при этом несколько крупных банков и многие менее крупные организации были закрыты или объединены. Для того чтобы укрепить рыночную дисциплину и свести к минимуму риск злоупотреблений, правительствам следует также рассмотреть соответствующую стратегию «выхода» для реализации своих акций в банковской системе после восстановления стабильности.

• ***Для очистки банковских балансов была необходима реструктуризация проблемных активов.*** Стратегия Японии предусматривала, что крупные банки ускорят процесс удаления НОК из своих балансов и проведут его за два–три года путем продажи таких активов на рынке, использования процедур неплатежеспособности или реабилитации заемщиков за счет внесудебного урегулирования долга. Оставшиеся ссуды продавались Корпорации по реализации активов и взысканию задолженности, которой было поручена реализация безнадежных активов обанкротившихся банков, и Корпорации по реабилитации промышленности Японии (КРПЯ), которая была создана в 2003 году для приобретения проблемных ссуд у банков и работы с кредиторами в рамках реструктуризации. Приобретение активов государством через такие компании по управлению активами (КУА) помогло обеспечить юридическую определенность и подотчетность. Если цены на активы восстанавливаются, то такие интервенции могут в итоге обходиться налогоплательщикам намного меньше, чем первоначальные затраты, — КРПЯ в Японии смогла даже обеспечить небольшую прибыль, прежде чем она закрылась в 2007 году.

• ***Прочная система, в которой ведущую роль играет частный сектор, может содействовать такой реструктуризации.*** Хотя государственная КУА может быстро избавить банки от проблемных активов, суммы возмещения, скорее всего, будут зависеть от того, возьмет ли частный сектор на себя ведущую роль в реструктуризации. В Японии частный сектор играл важную роль, в том числе иностранным фондам было разрешено приобрести контроль над двумя проблемными банками и содействовать в реструктуризации компаний, переживавших трудности. Правильное применение стимулов зависело от надлежащей стоимостной оценки проблемных активов и прочной основы для реструктуризации.

• ***Балансы должников также должны были подвергнуться корректировке.*** В Японии списания НОК и реструктуризация долга в больших масштабах помогли необходимому сокращению доли заемных средств в корпоративном секторе. Более важным было то, что система неплатежеспособности была пересмотрена, Закон о гражданской реабилитации 2000 года разрешил применение более быстрых и разнообразных методов отчуждения активов банкротов и создание КРПЯ. Расчистка долгов по жилищной ипотеке в США, скорее всего, потребует несколько других методов, но она должна позволить людям остаться в своих домах и остановить стремительное падение цен на недвижимость, являющееся причиной сегодняшнего кризиса.

• ***Благоприятствующая макроэкономическая политика, хотя и не являлась панацеей, дополняла меры в финансовом секторе.*** В ответ на кризис директивные органы Японии снизили процентные ставки и увеличили бюджетные расходы. С середины 1991 года по конец 1993 года Банк Японии снизил учетную ставку с 6 до 1¾ процента. Однако это в конечном итоге не смогло оживить экономику, так как кризис нарушил работу обычных механизмов передачи воздействия денежно-кредитной политики, что требовало серьезного и комплексного решения проблем банковской системы. В целом опыт Японии свидетельствует о том, что макроэкономическая политика может содействовать процессу стабилизации и дать некоторую передышку, но не является заменой прямых мер по преодолению исходных недостатков финансового сектора, которые привели к кризису.

Наконец, можно сделать утешительный вывод: несмотря на огромные первоначальные нарушения, кризис, как ничто другое, выявляет необходимость насущных реформ и помогает мобилизовать их поддержку населением. В Японии меры по развитию рынков капитала и правила о достаточности капитала в рамках системы «Базель-II» помогли создать более конкурентную финансовую систему, которая относительно неплохо держится в условиях текущих глобальных потрясений. Если сделать больший упор на стратегическую перспективу, то сегодняшний кризис может также стать вестником позитивных реформ, которые повысят эффективность, а также стойкость и прозрачность глобальной финансовой архитектуры. ■

Кеннет Кан — заместитель начальника отдела, а Муртаза Саед — экономист в Департаменте стран Азиатско-Тихоокеанского региона.

Когда кризисы накладываются друг на друга

Стийн Классенс, М. Айхан Козе и Марко Э. Терронес

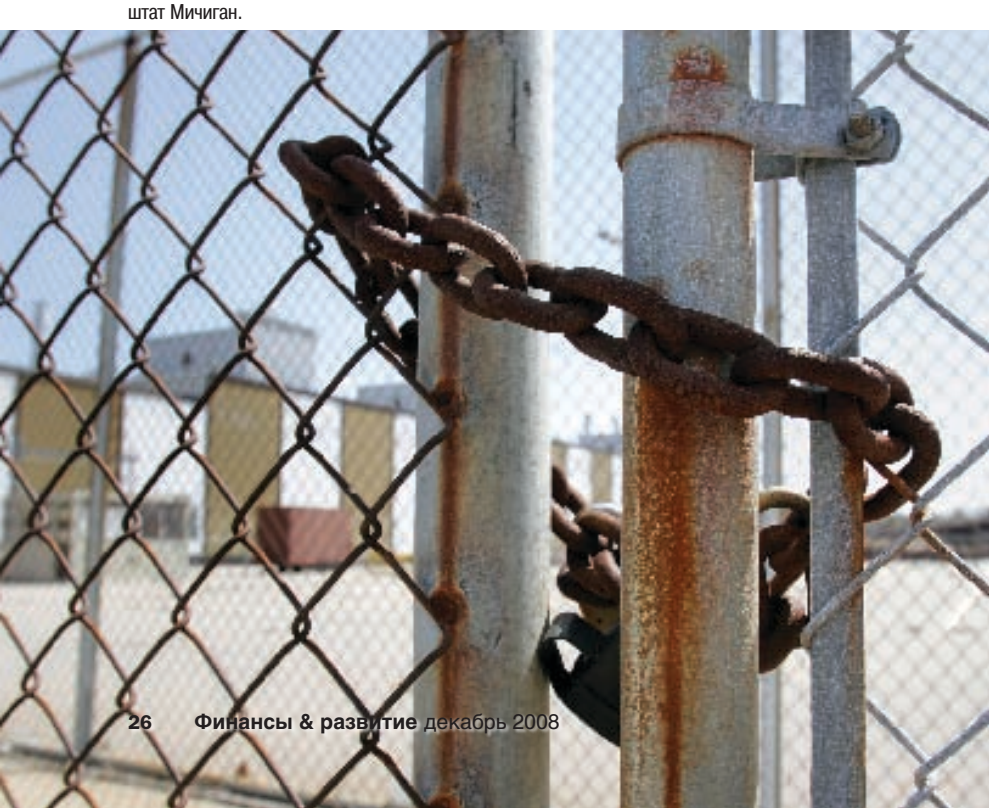
Рецессии, сопровождающиеся сокращением кредита или спадом цен на активы, глубже и продолжительнее

ФИНАНСОВЫЙ кризис, начавшийся в Соединенных Штатах, уже отразился на состоянии реального сектора экономики самых различных стран мира. Однако вопрос о том, насколько серьезным будет его воздействие и как долго продлится вызванная им рецессия, является предметом жарких споров среди экономистов.

Этот спор выдвинул на первый план ряд вопросов относительно связей между финансовым сектором и реальной экономикой в периоды рецессий. Например, какова динамика макроэкономических и финансовых переменных в периоды рецессий, сокращения кредита и спадов цен на активы (жилье и акции)? И отличаются ли рецессии, связанные с сокращением кредита и спадом цен на активы, от других рецессий?

Чтобы пролить свет на эти вопросы, мы провели всесторонний анализ связей между основными макроэкономическими и финансовыми переменными в течение экономических и финансовых циклов по 21 стране-члену Организации экономического сотрудничества и развития за 1960–2007 годы (Claessens, Kose, and Terrones, 2008). Это первое развернутое межстрановое эмпирическое исследование последствий рецессий, когда они сочетаются с проблемами на финансовых рынках, включая сокращение кредита, спады цен на жилье и спады курсов акций.

Закрытый завод компании General Motors в г. Лансинг, штат Мичиган.



Рецессии, сокращения кредита и спады цен на активы

Прежде чем приступать к анализу рецессий и их взаимодействий с сокращениями кредита и спадами цен на активы, необходимо определить даты этих событий. В использованной нами методологии с этой целью рассматривались изменения в уровнях переменных для выявления циклов. Согласно руководящим принципам Национального бюро экономических исследований, неофициального арбитра в вопросах, касающихся деловых циклов в США, эта методология предполагает, что рецессия начинается сразу после того, как экономика проходит высшую точку активности, и заканчивается, когда экономика достигает ее низшей точки. С помощью этой методологии мы выявили циклы производства (ВВП) и финансовых переменных, включая кредит, цены на жилье и курсы акций. После определения поворотных точек циклов мы проанализировали основные особенности рецессий, сокращения кредита, спадов цен на жилье и спадов курсов акций.

За период с 1960 по 2007 год произошло 122 рецессии. В среднем рецессии длились примерно четыре квартала, при этом разные эпизоды существенно отличались друг от друга: самый короткий составил 2 квартала, а самый продолжительный — 13 кварталов (см. рисунок 1). Типичное сокращение производства с его высшей до низшей точки — амплитуда рецессии — обычно составляло примерно 2 процента. Мы также рассчитали показатель совокупных потерь, который сочетает в себе информацию о продолжительности и амплитуде рецессии, для оценки сопряженного с ней

общего ущерба. Совокупный ущерб от рецессии обычно составлял примерно 3 процента. Тяжелые рецессии, в которых сокращение производства с высшей до низшей точки находится в верхнем квартиле всех связанных с рецессиями эпизодов сокращения производства, продолжались более чем на три месяца дольше, чем средняя рецессия, и обходились гораздо дороже.

Мы выявили 28 эпизодов сокращения кредита, 28 спадов цен на активы и 58 спадов курсов акций. Сокращения кредита и спады цен на активы представляют собой периоды, когда уменьшения кредита и цен на активы с высшей до низшей точки относятся к верхним 25 процентам всех эпизодов уменьшения кредита и цен на активы соответственно. Сокращения кредита и спады цен на жилье часто являются продолжительными и глубокими. Например, эпизоды сокращения кредита, как правило, длились два с половиной года и сопровождались примерно 20-процентным уменьшением кредита, которое измеряется объемом требований к частному сектору (см. рисунок 2). Спад цен на жилье обычно длился еще дольше — четыре с половиной года, при этом реальные цены на жилье снижались на 30 процентов. Спад курсов акций продолжался в течение более чем 10 кварталов, а когда он заканчивался, акции теряли половину своей реальной стоимости.

Если эпизоды сокращений и спадов не сопровождались рецессиями, они не обязательно были связаны с уменьшением объема производства. Фактически, несмотря на замедление роста производства — особенно на ранних стадиях сокращений кредита и спадов цен на жилье — в конце этих эпизодов часто наблюдалось его ускорение. Конечное увеличение объема производства в периоды сокращений кредита и спадов цен на активы неудивительно, поскольку эти эпизоды не всегда полностью пересекались по времени с рецессиями и продолжались в два раза дольше, чем рецессии. И все же средние темпы роста производства в периоды сокращений кредита и спадов цен на активы были намного ниже, чем в периоды более спокойной конъюнктуры на кредитных и жилищных рынках.

Вместе с тем и сокращения кредита, и спады цен на жилье сочетались со значительным уменьшением инвестиций. Сокращения кредита обычно совпадали с уменьшением инвестиций в жилье примерно на 6 процентов, тогда как спады цен на жилье сопровождались примерно в два раза большим падением. Существенно возрастал уровень безработицы, в особенности на ранних этапах этих эпизодов, что было связано с началом снижения деловой активности.

Синхронность развития циклов в разных странах

Некоторые обозреватели считают глобальный характер нынешнего кризиса беспрецедентным, поскольку различные страны с развитой экономикой одновременно сталкиваются со снижением цен на жилье и акции и сложностями на своих кредитных рынках. Однако исторические данные показывают, что в такой ситуации нет ничего необычного. Рецессии, сокращения кредита и спады цен на активы в разных странах часто наблюдались в одно и то же время. Рецессии, произошедшие во многих странах с развитой экономикой за последние 40 лет, были сконцентрированы в рамках четырех периодов — середина 1970-х годов, начало 1980-х годов, начало 1990-х годов и начало 2000-х годов — и часто совпадали с глобальными потрясениями.

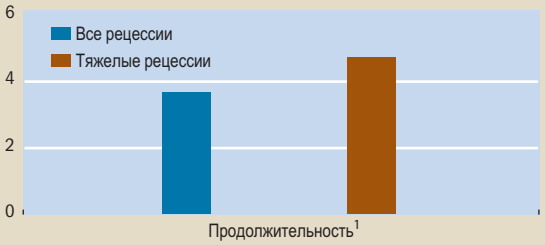
Точно так же как многие страны переживают синхронизированные рецессии, страны одновременно проходят и через эпизоды сокращения кредита. Более того, снижения цен на жилье и акции, как правило, происходили в одно и то же время. Например, снижения цен на жилье в разных странах отличаются исключительной синхронностью, что отражает важность общемировых финансовых факторов, включая

Рисунок 1

Долгая и мучительная дорога

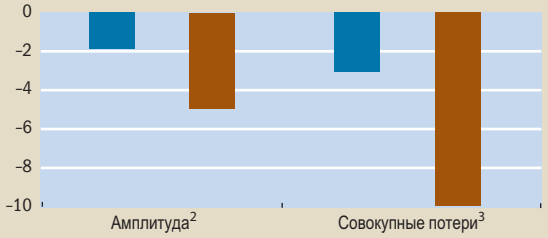
Тяжелые рецессии продолжаются дольше…

(Кварталы, среднее)



… и обходятся гораздо дороже, чем другие рецессии.

(Проценты, медиана)



Источник: Claessens, Kose, and Terrones (2008).

[1] Продолжительность определяется числом кварталов между высшей и низшей точками рецессии.

[2] Амплитуда определяется изменением валового внутреннего продукта (ВВП) между высшей и низшей точками.

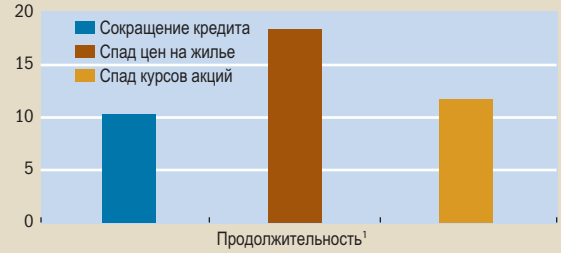
[3] Совокупные потери измеряются общей величиной потерь ВВП между высшей и низшей точками рецессии.

Рисунок 2

Длительные и наносящие больший материальный ущерб

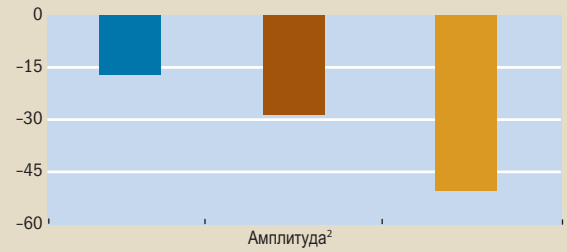
Сокращения кредита и спады цен на активы часто носят затяжной характер…

(Кварталы, среднее)



… с существенным уменьшением объема кредита и снижением цен на жилье и акции.

(Проценты, медиана)



Источник: Claessens, Kose, and Terrones (2008).

[1] Продолжительность представляет собой число кварталов между высшей и низшей точками сокращения кредита или спада цен на активы (жилье и акции).

[2] Амплитуда определяется изменением объема кредита или цен на активы между высшей и низшей точками сокращения кредита или спада цен на активы соответственно.

совместную динамику национальных процентных ставок, в возникновении колебаний цен на жилье. Курсы акций демонстрируют самую высокую степень синхронности, скорее всего, из-за высокого уровня финансовой интеграции фондовых рынков. Однако число стран, где на фондовых рынках отмечается понижательная динамика цен, часто превышает число стран, переживающих рецессию. Как гласит известный афоризм, «Уолл-Стрит предсказал девять из последних пяти рецессий».

Двойной удар

Действительно ли рецессии, связанные с сокращениями кредита и спадами цен на активы, тяжелее других рецессий? Для ответа на этот вопрос мы сначала использовали простое правило «датирования», чтобы определить, связана ли конкретная рецессия с сокращением кредита или спадом цен на активы. В частности, если рецессия возникла одновременно с текущим сокращением кредита или спадом цен на активы, либо после их начала, мы полагали, что эта рецессия связана с соответствующим сокращением кредита или спадом цен. Данное правило описывает «временную» связь между двумя событиями, но не свидетельствует о причинно-следственной связи между ними.

Многие рецессии действительно сочетались с сокращениями кредита или спадами цен на активы. В рамках каждой шестой рецессии происходило также сокращение кредита, а в рамках каждой четвертой происходил спад цен на жилье. Спады курсов акций пересекались по времени с одной третьей эпизодов рецессий. Между потрясениями на финансовых рынках и уровнем реальной экономической активности могут также наблюдаться значительные лаги. Рецессия, если она происходит, может возникнуть через четыре–пять кварталов после начала сокращения кредита или спада цен на жилье.

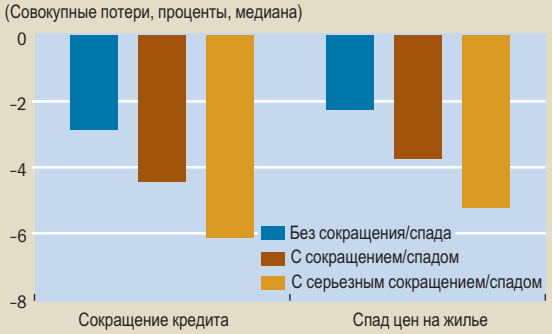
Один из основных вопросов, касающихся нынешнего финансового кризиса, заключается в том, являются ли рецессии, связанные с рассматриваемыми сокращениями и спадами, тяжелее прочих рецессий. В этом отношении международный опыт очевиден: рецессии этого типа не только более продолжительны, но и сопряжены с гораздо более значительными потерями производства. В частности, хотя рецессии, сопровождающиеся серьезными сокращениями кредита или спадами цен на жилье, в среднем продолжаются только на три месяца дольше, потери производства, вызванные ими, обычно бывают в два–три раза больше, чем в случае рецессий без таких финансовых стрессов (см. рисунок 3).

Рисунок 3

Усугубляемые серьезными сокращениями кредита и спадами цен

Рецессии, совпадающие с серьезными сокращениями кредита или спадами цен на жилье, отличаются более значительными совокупными потерями ВВП.

(Совокупные потери, проценты, медиана)



Источник: Claessens, Kose, and Terrones (2008).

Примечание. Совокупные потери измеряются общей величиной сокращения ВВП между высшей и низшей точками рецессии. Под серьезными сокращениями кредита и спадами цен на жилье понимаются соответствующие эпизоды, попадающие в верхнюю половину всех эпизодов сокращений и спадов.

Почему рецессии, сочетающиеся с сокращениями кредита и спадами цен на активы, являются более затяжными и более глубокими? Проблемы на финансовых рынках, обусловленные сокращениями кредита и спадами цен на активы, могут вести к увеличению продолжительности и глубины рецессий через целый ряд каналов. Например, резкое снижение цен на активы может уменьшить чистую стоимость активов фирм и домашних хозяйств, сузив их потенциал в области заимствования, инвестиций и расходов. Это, в свою очередь, ведет к дальнейшему падению цен на активы. Банки и другие финансовые учреждения могут ограничивать кредитование, поскольку в периоды сокращения кредита их капитальная база уменьшается, результатом чего являются более длительные и глубокие рецессии.

Несколько механистический анализ изменений основных компонентов производства в периоды рецессий подтверждает этот вывод. Потребление и инвестиции обычно демонстрируют более резкое сокращение, что ведет к более заметному падению общих уровней производства и занятости в периоды рецессий, совпадающих с финансовыми проблемами. Так, уменьшение потребления в периоды рецессий, связанных со спадами цен на жилье, обычно в два раза превышало соответствующие показатели для рецессий, не связанных с такими спадами, что, скорее всего, отражало эффекты существенной потери стоимости жилищных активов. Более того, в периоды рецессий, сопровождавшихся сокращениями кредита и спадами цен на активы, как правило, отмечался более значительный рост безработицы.

Хотя рецессии, связанные со спадами курсов акций, в основном также были более длительными и глубокими, чем рецессии, не связанные с подобными спадами, различия между такими эпизодами не являются статистически значимыми. Это подтверждает, что спады курсов акций менее тесно связаны с динамикой ситуации в реальном секторе экономики, чем сокращения кредита и спады цен на жилье.

Уроки для нынешней ситуации

Мировая экономика переживает финансовый шторм исторического масштаба. Уроки, вынесенные из прошлых эпизодов рецессий, сокращений кредита и спадов цен на активы, действуют отрезвляюще, показывая, что рецессии, следующие за этим штормом, могут наносить больший ущерб, поскольку, скорее всего, они будут протекать одновременно с сокращениями кредита и спадами цен на активы. Кроме того, хотя воздействие нынешнего кризиса постепенно ощутил на себе уже весь мир, свидетельства прошлых лет показывают, что его глобальные последствия в предстоящие месяцы, по-видимому, усугубятся. Однако характер рецессии в каждой отдельно взятой стране может определяться многими факторами, в том числе финансовым состоянием ее компаний, банков и домашних хозяйств до рецессии, а также мерами экономической политики, к которым прибегают официальные органы, чтобы смягчить ее негативные последствия. Продолжение решительных политических действий как на национальном, так и на глобальном уровнях может способствовать решению проблем, создаваемых кризисом. ■

Стийн Классенс — заместитель директора, а М. Айхан Козе и Марко Терронес — старшие экономисты Исследовательского департамента МВФ.

Литература:

Claessens, Stijn, M. Ayhan Kose, and Marco Terrones, 2008, "What Happens During Recessions, Crunches, and Busts?" forthcoming IMF Working Paper.

Игра в ДОГОНЯЛКИ

Ученый и политик обмениваются мнениями о факторах роста стран в хорошие и плохие времена

Текущий финансовый кризис вновь привлек пристальное внимание к проблеме роста и стимулов. Чтобы получить представление о сути этой проблемы, сотрудник журнала «Финансы & развитие» Арчана Кумар обратилась к двум экспертам: лауреату Нобелевской премии экономисту Майклу Спенсу и министру инвестиций Арабской Республики Египет Махмуду Мохьелдину. Оба они входили в Комиссию по вопросам роста и развития — группу политиков и ученых, объединившихся на два года для исследования причин, последствий и внутренней динамики сил устойчивого высокого роста. Комиссия, завершившая свою работу задолго до того, как финансовый кризис приобрел столь серьезный характер, недавно опубликовала свои выводы в докладе "*The Growth Report: Strategies for Sustained Growth and Inclusive Development*" («Доклад о росте: стратегии для устойчивого роста и всестороннего развития»).

«Ф&Р». **Какие принципиальные меры требуется принять в странах с развитой экономикой, чтобы уменьшить влияние финансового кризиса на реальную экономику?**

Спенс. В развитых странах возможны два сценария. Первый заключается в том, что, если мы не сможем действенно решить проблему сокращения кредита, это нанесет чрезвычайно крупный и широкомасштабный ущерб всей экономике за пределами финансового сектора. И этот сценарий будет худшим из всего, что мы видели в послевоенный период. Существует разумная вероятность того, что целенаправленные общемировые усилия — я имею в виду усилия, скоординированные в международном масштабе, — позволят нам не допустить реализации этого сценария. Они не приведут к немедленному урегулированию ситуации на фондовых рынках, поскольку их функционирование определяется совершенно иной динамикой, которая имеет отношение к страху, тем не менее, они весьма важны, и директивные органы должны сконцентрироваться на этих усилиях. Поэтому я поставил бы это на первое место.

«Нам необходим хорошо продуманный фискальный стимул, а также план по восстановлению сбалансированности государственных финансов в долгосрочной перспективе».

Спенс

Заставить людей сосредоточить внимание на втором сценарии несколько сложнее, но поскольку мы уже стали свидетелями сильнейшего замедления темпов роста, нам необходим хорошо продуманный фискальный стимул, имеющий временное измерение, а также план по восстановлению сбалансированности государственных финансов в долгосрочной перспективе, что сможет предотвратить дальнейший хаос на финансовых рынках. Об этом, в частности, довольно подробно говорил Ларри Саммерс.

Итак, вот два моих предложения: принять меры по урегулированию последствий финансового кризиса для реального сектора экономики и, насколько это возможно, рекапитализировать финансовую систему; а затем сосредоточить усилия на вопросах государственных финансов. Безусловно, рекапитализацию финансовой системы нельзя провести настолько быстро, чтобы решить проблему замораживания кредитования, поэтому ее следует решать при помощи разнообразных прямых вмешательств государства: гарантий по операциям, клиринг которых осуществляется в рамках системы межбанковских операций, покупки Федеральной резервной системой США коммерческих и муниципальных ценных бумаг и так далее.

Мохьелдин. Во-первых, требуется восстановление доверия, а во-вторых, требуется восстановление доверия. Вопрос доверия к финансовой системе, уверенности в ней и восприятия ее как надежной сегодня имеет принципиальное значение. Все, что мы сможем сделать для восстановления доверия, пойдет во благо, причем не только для развитых, но и для развивающихся стран.

Как только что отметил профессор Спенс, до тех пор, пока нам не удастся вернуть финансовые учреждения в надлежащее состояние, мы должны придумать какие-то более прямолинейные методы — некоторые вспомогательные меры. Для финансирования ключевых проектов развития, а также для торговли и инвестиций странам требуется достаточный объем финансовых ресурсов. А вопрос финансов, наряду с вопросом доверия, означает необходимость очень оперативно создать механизмы поддержки, чтобы восстановить нормальное функционирование финансовой системы.

«Ф&Р». **Что можно сказать о странах с формирующимся рынком? Какие принципиальные меры могут они предпринять, чтобы сохранить свои темпы роста в такое время?**

Мохьелдин. Нельзя относить все развивающиеся страны и страны с формирующимся рынком к одной категории, особенно сейчас, поскольку они очень по-разному подвержены

текущим кризисам. Поэтому те или иные конкретные меры политики, скорее всего, одним странам будут подходить больше, чем другим. Возьмем, например, растущие цены на сырьевые товары. Некоторые страны от этого выиграли, а другие пострадали.

Но от финансового кризиса не выигрывает никто. Это не игра с нулевой суммой. В малых странах с открытой экономикой, в том числе, например, в Египте, ощущение, как в лодке в очень бурном море. Нам необходимо уберечь эту лодку, приняв какие-нибудь меры предосторожности и усовершенствовав защитные механизмы. И нам необходимо продолжать использовать подходы на основе здравого смысла при ведении коммерческой деятельности.

Кроме того, крайне важно обеспечивать и поддерживать экономический рост за счет увеличения инвестиций. Возьмите случай Египта и многих других стран в остальной части Африки. Они могли бы опираться на инвестиции частного сектора, в особенности на производительные секторы, такие как инфраструктура. Для того чтобы увидеть отдачу от таких полезных проектов, требуется время, однако они прокладывают путь к будущему процветанию.

Мохьелдин. Крайне важно добиться роста за счет увеличения инвестиций.

Еще одна важная область, которую следует серьезно обдумать сейчас, это способ измерения результатов экономической деятельности, включая рост. В настоящий момент мы зависим от «запаздывающих индикаторов». Это напоминает управление автомобилем, в котором нет даже чистого зеркала заднего вида. Предметы на дороге впереди не слишком хорошо различимы. Чтобы точно оценить воздействие финансового кризиса на показатели развивающихся стран, нам необходимы четкие и опережающие индикаторы, которые демонстрировали бы симптомы проблем. А это не всегда возможно, поскольку во многих развивающихся странах нет современных финансовых систем, в том числе и активных фондовых рынков.

Это не позволяет отчетливо установить, что происходит или произойдет в развивающихся странах в результате финансового кризиса, и я боюсь, что эти страны получат удар в самое основание. В отсутствие какого-либо буфера или финансового прикрытия это непосредственно отразится на экономическом росте, безработице, благосостоянии людей и, к сожалению, бедности.

Спенс. Я согласен с министром Мохьелдином — главными приоритетами являются стабилизация и удержание лодки на плаву. Когда в глобальной экономике образуется некоторый вакуум, для стран, которые могут себе это позволить, внутренние инвестиции являются чрезвычайно целесообразными, в том числе внутренние инвестиции в государственном секторе и увеличение в нем числа рабочих мест. А если говорить о бедных странах, где импорт сырьевых товаров составляет от 10 процентов ВВП, а значительная часть бюджетов домашних хозяйств расходуется на продукты питания, то мировому сообществу следовало бы объединиться и помочь этим странам.

«*Ф&Р*». В «Докладе о росте» говорится, что «устойчивый высокий рост — это догоняющий рост, и важным ресурсом этого роста является мировая экономика». Что под этим имеется в виду?

Спенс. Мы назвали рост догоняющим по причине вклада в него мировой экономики, который, как мы выяснили, проанализировав динамику успешных быстрорастущих стран, был важным элементом роста. Из теории торговли и современной теории роста вполне понятно, что глобальные рынки велики, и страна может достаточно быстро расти без существенного расширения своей доли на рынке — и если у нее есть соответствующие условия торговли. Но в остальном, и на этом акцентируют внимание Пол Ромер и другие выдающиеся эксперты в области теории роста, догоняющий рост, прежде всего, связан с обучением. Он связан с передачей знаний. Это увеличение вашего потенциала производства на базе того, что экономика — как частный, так и государственный сектор — учится профессионально делать, и именно это является ключевой фразой для догоняющего роста. По нашему мнению, это больше, чем что-либо иное, позволяет странам расти темпами в 7–10 процентов, и никто другой не может сделать этого. Вы не можете сделать это в изоляции, и вы не можете сделать это как развитая страна, у которой нет подобных образцов для развития, поскольку вы вынуждены изобретать все технологии, которые расширяют производственные возможности, тогда как развивающиеся страны могут, по крайней мере в течение какого-то периода времени, импортировать их. Вам необходимо импортировать и адаптировать их, что требует немалой изобретательности, новаторства и модификации.

Мохьелдин. В 13 успешных случаях [рассмотренных в «*Докладе о росте*»] устойчивого высокого роста после второй мировой войны страны очень удачно использовали свою интеграцию с миром через каналы знания — приобретая их либо непосредственно, послав людей для получения образования за границей, либо посредством программ подготовки кадров, или даже через прямые иностранные инвестиции.

Я принадлежу к поколению, которое учили, что экономическая деятельность зиждется на трех основаниях: земле, труде и капитале, и когда вы объединяете их с предпринимателем, вы получаете чудеса экономической деятельности. Сегодня эти три основания сменились другими. В весьма интересной работе профессор Ромер обсуждает эндогенный рост и рассматривает три новых, по его мнению, аспекта развития. Во-первых, это обучение, инновации и передача идей. Во-вторых, труд сменили «люди», но не только те, кто занимает рабочие места, но и те, кто *мог бы* занимать рабочие места, а также те, кто взаимодействует с ними. В-третьих, на всякий случай, он добавляет «прочие факторы», к которым может относиться все, что угодно, например капитал, дополнительные ресурсы и т.д. Так что на сегодняшний день существуют три основания экономической деятельности — это идеи, люди и прочие факторы.

«Значимость глобализации сохранится, хотя я и говорю это в то время, когда люди, возможно, ставят под сомнение сами преимущества глобализации».

Мохьелдин

Истории успеха Сингапура, Малайзии, Кореи, Китая, а в последнее время также Индии и Вьетнама базируются скорее на этих новых, чем на традиционных основаниях. А дальнейшая интеграция с остальным миром может принести странам еще бо́льшую пользу. Это значит, что значимость глобализации сохранится, хотя я и говорю это в то время, когда лю-

ди, возможно, ставят под сомнение сами преимущества глобализации.

«Ф&Р». Однако сама мировая экономика находится в чрезвычайно неблагоприятном положении. Вы по-прежнему считаете, что включение в мировую экономику является предпосылкой достижения высокого роста?

Мохьелдин. Как я только что сказал, даже тогда, когда на мировых рынках происходят крайне негативные события, а Дохийский раунд вновь и вновь терпит неудачу, я все равно верю в преимущества мировой экономики для малых стран с открытой экономикой, таких как Египет и другие страны региона. Мировая экономика приносит выгоды и более крупным странам, таким как Китай и Индия. Я по-прежнему верю в ценность увеличения спроса за счет экспорта, расширения возможностей для финансирования роста с помощью иностранных инвестиций, развития наших знаний путем обучения у других. Все это невозможно без глобализации.

Спенс. Догоняющий рост связан с обучением

Спенс. Я добавлю только одно. Примерно 4 с лишним миллиарда человек проживает в тех регионах мира, которые достаточно богаты или быстро растут, и это число все больше увеличивается, так что сегодня время больших надежд. Надежда — это верное слово. А если мы позволим мировой экономике прекратить свое существование и отсечем возможности для всех этих людей — как в странах с успешной экономикой, так и в тех, которые, возможно, находятся в процессе вхождения в эту группу, то есть для значительной части населения остального мира, — мы: *а*) сделаем нечто глубоко несправедливое, изъяв одну из главных опор этого роста и процветания, и *б*) это отразится на том, как люди представляют свои отношения с другими людьми в мире. Поэтому стоит предпринять значительные усилия, чтобы защитить открытую мировую экономику в том или ином виде.

«Ф&Р». Удалось ли вам выявить «модель» роста в эпоху после Второй мировой войны? Или, если бы вы писали «Доклад о росте» в 2008 году, возможно, вы предложили бы иные политические рекомендации для обеспечения высокого роста?

Спенс. Возможно, это не единственная модель, но она была единственной, которую нам удалось найти. В известном смысле это эмпирическая формулировка — другие авторы для конкретных обстоятельств могут построить иные модели. Например, Дубай может превратиться из экономики, основанной на природных ресурсах, в глобальную экономику услуг, а Индия, несомненно, избрала необычный порядок действий, развивая [основанные на высокообразованных кадрах] отрасли сферы услуг. Вместе с тем, в некотором смысле, это единственная известная нам модель. Если бы мы писали доклад в конце 2008 года, мы сделали бы более сильный акцент на аспектах изменчивости и страхования, поскольку, когда они выходят из-под контроля, они вызывают кризис. Кроме того, мы уже знаем, что подобные кризисы подрывают прогресс и рост и не обеспечивают адекватной поддержки мер политики в области роста.

Мохьелдин. Этот доклад особенно полезен для директивных органов, так как в нем выделен *список того, что не следует делать*. Это особенно важно для стран, расположенных географически далеко от 13 быстрорастущих стран, выявленных нами в докладе, — большинство из которых находятся в Азии. Самой близкой к нам страной является Оман, представляющий собой весьма специфический случай, по крайней мере, в плане относительно небольшой численности населения. Я не намерен умалять достижения Омана, которых немало, особенно в областях, связанных с инвестициями в человеческий капитал и с обеспечением экономической справедливости. Но страны Восточной Азии, такие как Сингапур, Китай, Малайзия, Корея и Япония учатся на опыте друг друга. Близость помогает, причем не только географическая, но и культурная близость.

«Ф&Р». Можете ли вы назвать один ключевой элемент политики, имеющий решающее значение для достижения устойчивого высокого роста, независимо от вашей оговорки об «индивидуальных условиях стран»?

Мохьелдин. Инвестиции в человеческий капитал. Инвестиции в образование и здравоохранение, а также предоставление общественных благ являют собой критически важный, но зачастую оставляемый без внимания аспект, которым пренебрегают потому, что эти инвестиции не отразятся на результатах сегодня или завтра. Потребуется поколение, или даже больше, чтобы стала заметна отдача от качественных инвестиций в человеческий капитал, или даже от инвестиций в инфраструктуру в более широком смысле, так чтобы была возможность поддержать развитие человеческого капитала.

Спенс. Меня чрезвычайно привлекает эта точка зрения: высокие уровни инвестиций на долгосрочную перспективу крайне важны для будущих поколений и, по-видимому, заслуживают того, чтобы поставить их близко к началу списка, но я бы выбрал открытость по отношению к мировой экономике. Я считаю, что это еще один потенциальный вариант ответа.

«Ф&Р». В чем заключается хуже всего понимаемый аспект роста?

Спенс. Очень сложно ответить, поскольку отчасти это зависит от того, с кем или о чем говорят, но я бы назвал принципиальную роль, которую играет политическое руководство, достижение согласия, развитие информационного взаимодействия, формирование у людей видения будущего, которое позволяет им в течение значительного времени с энтузиазмом участвовать в процессе, связанном с жертвами в краткосрочном плане. Без этого шансы добиться высокого роста очень малы, и я считаю, что многие-многие люди не вполне хорошо понимают это. Во всяком случае, я сначала не понимал.

Мохьелдин. Это зависит от аудитории, но, как правило, люди не слишком хорошо понимают идею о том, что рост является представительным показателем многих других аспектов, отражением всех хороших дел, которые обществу удалось осуществить для достижения чего-то. Рост означает устремления людей в экономическом и социальном отношении, и при этом имеет прекрасную особенность — его можно измерить. Он является сводным показателем прогресса страны. ■

Арчана Кумар — штатный старший редактор журнала «Финансы & развитие». Настоящий текст представляет собой отредактированную версию интервью. Всестороннее освещение работы и идей Комиссии по вопросам роста можно найти по адресу www.growthcommission.org.

ПРЕДСТАВЬТЕ СЕБЕ

Составляющие устойчивого и высокого роста

С 1950 года 13 стран поддерживали темпы экономического роста на среднем уровне 7 процентов или выше как минимум в течение 25 лет подряд. Как им это удавалось? И, что более важно, могут ли такие высокие темпы роста быть повторены и сохранены в других странах? Вот уже болеедвух лет эти вопросы направляют работу Комиссии по росту и развитию, в состав которой входят лидеры из деловых, государственных и научных кругов, включая двух лауреатов Нобелевской премии.

Диверсификация и вовлеченность

Быстрый, устойчивый рост — это не чудо, он возможен в развивающихся странах, при условии, что их лидеры твердо привержены его сохранению и используют возможности, предоставляемые глобальной экономикой. Тринадцать добившихся успеха стран, выделенных Комиссией (см. таблицу), включают известные примеры в Азии, но в остальном этот перечень является весьма разнообразным с точки зрения размера стран, их обеспеченности ресурсами и политического режима.

Научиться чему-то — быстрее, чем изобрести что-то новое, поэтому развивающиеся страны могут преодолевать отставание в экономическом росте, двигаясь гораздо более быстрыми темпами, чем это приходилось делать нынешним промышленно развитым странам, создававшим свои собственные рычаги экономического роста. Но даже при более высоких темпах преодоление отставания — длительный процесс, занимающий два поколения или больше.

Решающую роль в успехе играет вовлеченность в глобальную экономику, которая позволяет развивающимся странам импортировать знания и технологии, получить доступ на рынки и создать сильный экспортный сектор, который особенно важен на ранних стадиях роста.

Устойчивость высокого роста в развивающихся странах — феномен периода после Второй мировой войны.

Страна	Период высокого роста	Доход на душу населения	
		На начало периода роста	2005 год[1]
Ботсвана	1960–2005	210	3,800
Бразилия	1950–1980	960	4,000
Китай	1961–2005	105	1,400
САР Гонконг	1960–1997	3,100	29,900
Индонезия	1966–1997	200	900
Япония	1950–1983	3,500	39,600
Корея	1960–2001	1,100	13,200
Малайзия	1967–1997	790	4,400
Мальта	1963–1994	1,100	9,600
Оман	1960–1999	950	9,000
Сингапур	1967–2002	2,200	25,400
Тайвань, провинция Китая	1965–2002	1,500	16,400
Таиланд	1960–1997	330	2,400

Источник: Всемирный банк, «Показатели мирового развития 2007 года».
Примечание. Уровень отсечения в 7 процентов был выбран потому, что экономический рост при таких темпах вызывает очень существенные изменения в доходах и благосостоянии: при 7 процентах доходы удваиваются каждое десятилетие.
[1]В постоянных ценах 2000 года в долларах США.

Пять общих характеристик устойчивости высокого роста

Помимо вовлеченности в глобальную экономику, эти страны с высокими темпами роста имеют другие важные общие характеристики. Макроэкономическая стабильность, которая включает относительно низкую инфляцию и недопущение чрезмерного долга, помогала им преодолевать экономические шоки и неопределенные перспективы в отношении инвестиций. Их экономическая политика и общие выбранные решения были ориентированы на будущее, помогая им достигать высоких уровней инвестирования и сбережения.

Кроме того, эти 13 стран полагались на рынки, включая мобильность рабочей силы, при распределении ресурсов. А сильное лидерское начало — в виде отдельных лиц, партий или политической системы — сформировало консенсус относительно целей роста и развития и обеспечило условия для того, чтобы этот процесс был всеобъемлющим и справедливым с точки зрения возможностей.

Как им это удалось?

Темпы роста экономики шести стран — САР Гонконга, Японии, Кореи, Мальты, Сингапура и Тайваня, провинции Китая — продолжали расти вплоть до высоких уровней доходов. Но несколько из этих стран потеряли ускорение прежде, чем им удалось догнать индустриальные страны. Наиболее разительный пример представляет Бразилия (см. следующую вставку).

Странам со средними доходами нелегко достичь высоких доходов, и это бывает не часто. Первая приоритетная задача для директивных органов заключается в том, чтобы предвидеть такой переход и новые требования, которые он возложит на них.

Например, Корея изменила свою политику и государственные инвестиции в 1980-е и 1990-е годы, чтобы помочь стране перейти от трудоемкой обрабатывающей промышленности к более науко- и капиталоемкой экономике.

Вторая приоритетная задача, стоящая перед странами, — отказаться от некоторых из своих прежних мер политики, даже если они успешны. Например, Сингапур в ответ на меняющиеся экономические условия внутри страны и за рубежом позволил трудоемкой обрабатывающей промышленности переместиться в другие части региона с более дешевой рабочей силой. Он даже управлял специальными экономическими зонами в Китае и Индии.

Замедление темпов роста в Бразилии

Темпы роста в Бразилии, одной из первых стран, достигшей устойчивого высокого роста, начали замедляться в 1980 году. Страна пострадала от инфляции и переизбытка долга в результате нефтяного шока 1973 года.

Вместо того чтобы попытаться расширить экспорт, страна переориентировалась на внутреннюю экономику в 1974 году и распространила политику защиты отечественных отраслей легкой промышленности на тяжелую промышленность и производство инвестиционных товаров.

Валютный курс Бразилии резко повысился, и ее экспортеры потеряли значительную часть рынка, завоеванного в предыдущие десятилетия. С резким повышением процентных ставок в долларах в 1979 году Бразилия погрузилась в долговой кризис, для выхода из которого ей потребовалось больше десяти лет.

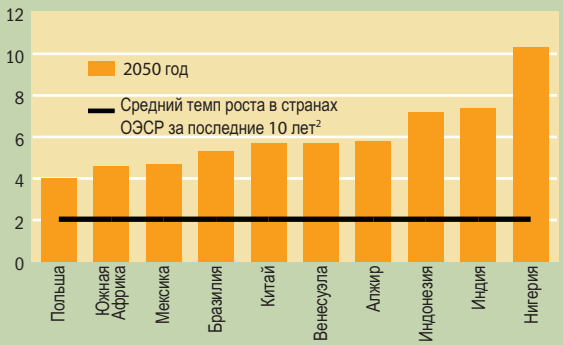
Новые глобальные проблемы

Странам, приступающим сегодня к реализации стратегии высокого роста, приходится преодолевать ряд глобальных тенденций, с которыми не сталкивались их предшественники. К их числу относится глобальное потепление; снижающиеся относительные цены товаров обрабатывающей промышленности и растущие относительные цены биржевых товаров, включая энергоресурсы; расширяющееся недовольство глобализацией в развитых и некоторых развивающихся странах; старение населения мира, даже несмотря на то, что более бедные страны пытаются справиться с «демографическим приоритетом молодежи»; и растущее несоответствие между глобальными проблемами — в экономике, здравоохранении, изменении климата и других областях — и плохо скоординированной международной ответной реакцией.

Однако какие бы проблемы ни возникали, сила глобальной экономики продолжает играть центральную роль в быстром росте развивающихся странах.

Развивающимся странам потребуются высокие темпы роста, чтобы догнать страны ОЭСР.

(Темпы роста, необходимые для достижения уровня ВВП на душу населения в странах ОЭСР к 2050 году[1])



Источник: Всемирный банк, «Показатели мирового развития 2007 года».

[1] В 2006 году доход на душу населения в странах ОЭСР составлял 30 897 долларов США. Если предположить, что он будет возрастать в соответствии с исторически сложившейся тенденцией 2,04 процента в год, через 50 лет он достигнет 75 130 долларов США.

[2] ОЭСР — Организация экономического сотрудничества и развития.

Подготовили Натали Рамирес-Джумена и Хаир Родригес. Основано на документе «Доклад о росте: стратегии устойчивого роста и всеобъемлющего развития», *опубликованного Всемирным банком в 2008 году от имени Комиссии по вопросам роста и развития. Доклад имеется по адресу: http://www.growthcommission.org/*

Лавочник расставляет ценники на бобовые в Дели, Индия.

Глобальные финансовые потрясения проверяют Азию на прочность

Кеннет Кан и Жак Миниан

В условиях распространяющегося глобального финансового кризиса сможет ли Азия выдержать бурю?

По сравнению с другими регионами Азия, по-видимому, находится в лучшем положении для преодоления шторма, вызванного глобальным финансовым кризисом, благодаря своим значительным официальным резервам, более эффективным основам политики и в целом прочным балансам корпораций и устойчивому банковскому сектору.

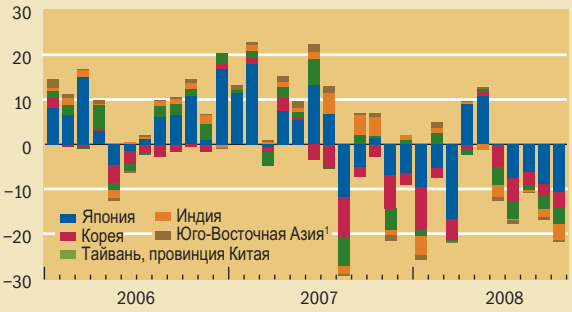
Однако после краха Lehman Brothers в середине сентября и последующего усиления глобальной несклонности к риску, кризис распространился на Азию и потряс многие из ее рынков. Любые надежды, что регион может избежать кризиса без потерь, теперь улетучились. В условиях, когда ожидается, что в следующем году глобальные темпы роста заметно снизятся и продолжится сокращение доли заемных средств, Азии, скорее всего, предстоит пережить сложный период. То, как Азия выдержит шок снижения темпов мировой экономики и распространяющегося финансового

Рисунок 1

Уход иностранного капитала

С начала глобального кредитного кризиса инвесторы, несклонные к риску, изымают свои средства из рынков инструментов участия в капитале.

(Чистые потоки инвестиций в инструменты участия, в млрд долл)



Источник: Bloomberg LP.
[1]Вьетнам, Индонезия, Таиланд и Филиппины.

кризиса имеет важнейшее значение не только для региона, но для всего мира.

Финансовые системы Азии

Некоторые важные характеристики финансовых систем Азии на раннем этапе защитили их от наихудших проявлений кризиса. В этих системах доминируют банки, они, как правило, не участвовали в забалансовой деятельности и не инвестировали в неликвидные секьюритизированные активы, которые находятся в центре текущего кризиса в странах с развитой экономикой. Финансовые организации в Азии в целом имеют ограниченные позиции по непервоклассным ипотекам США и структурированным кредитным продуктам, созданным за границей, что отчасти объясняется более осторожным управлением рисками и укреплением структуры регулирования в результате банковского кризиса Японии в конце 1990-х годов и финансового кризиса 1997 года в странах Азии с формирующимся рынком. Кроме того, производные инструменты и структурированные продукты региона в основном по-прежнему находятся в фазе зарождения.

Но с учетом большого объема торговли региона и финансовой интеграции с остальным миром, мнение инвесторов об Азии ухудшилось, когда глобальные потрясения усилились и укрепилось представление, что мировую экономику ожидает серьезное снижение активности. Крупный чистый отток инвестиций в инструменты участия в капитале привел к резкому падению курсов акций (см. рис. 1). Хеджевые фонды, ориентированные на Азию, имели наихудшие показатели во всем мире, при этом их прибыль была последовательно ниже прибыли других фондов инвестиций в страны с формирующимся рынком.

Отток капитала также существенно ослабил валюты в некоторых странах, особенно во Вьетнаме, Индии, Корее и Новой Зеландии. Несколько стран в ответ на кризис провели интервенции для поддержки своих валют, что явилось резким контрастом по отношению к практике последних нескольких лет, когда большинство стран Азии были обеспокоены быстрым *укреплением* своих валют.

С увеличением глобальной несклонности к риску правительствам, корпорациям и финансовым организациям Азии стало труднее получать доступ к мировым финансовым рынкам (см. рис. 2). Страны с банковскими системами, которые в большей мере полагаются на оптовое финансирование и в меньшей — на розничные депозиты (Австралия, Индия, Корея и Новая Зеландия), испытывают большее увеличение стоимости заимствования, отчасти из-за опасений относительно будущих трудностей с пролонгацией задолженности. В результате этого ужесточения условий частное внешнее финансирование региона резко сократилось.

Внутренние межбанковские и денежные рынки также подвергаются стрессу из-за глобальных потрясений. В финансовых центрах (САР Гонконг, Сингапур и Токио) межбанковские спреды по сравнению с сопоставимой доходностью по государственным обязательствам (так называемые спреды TED) увеличились, что связано с обеспокоенностью риском контрагентов в отношении иностранных банков, а также с «бегством в качество». Спреды по свопам кредитного дефолта для Азии (стоимость страхования от дефолта по корпоративным облигациям) значительно увеличились (см. рис. 3). Наличный рынок для внутренних структурированных продуктов также фактически закрыт, поскольку инвесторы по-прежнему избегают структурированных инструментов. Наибольшее беспокойство для региона, который в значительной мере зависит от внешней торговли, вызывают растущие признаки того, что финансирование торговли сокращается. Наконец, глобальная нехватка долларовой ликвидности начинает сказываться на местных валютных рынках, а также на рынках свопов и соглашений РЕПО, что ведет к некоторой потери функциональности рынка и более высоким ставкам внутреннего финансирования.

Диапазон ответных мер политики

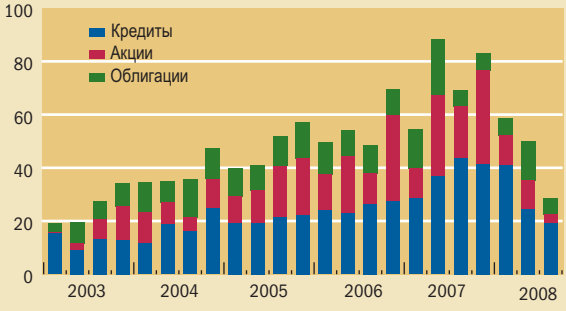
Директивные органы в ответ на кризис приняли ряд мер по стабилизации финансового положения. Например, помимо

Рисунок 2

Отверженные

Заемщикам из Азии, как суверенным, так и частным, все труднее получить доступ к мировым финансовым рынкам.

(В млрд долларов)



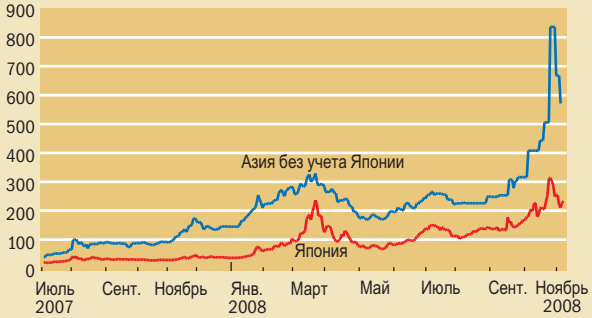
Источники: база данных МВФ по облигациям, акциям и кредитам, поставляемым Dealogic.

Рисунок 3

Увеличение кредитного риска

Спреды по свопам кредитного дефолта для Азии, по существу стоимость страховки от кредитного дефолта, с середины 2008 года резко возросли.

(Базисные пункты)



Источники: Bloomberg и оценки персонала МВФ.

Примечание. Измеряются с помощью индексов iTraxx. Спреды представляют собой годовую сумму, которую должна выплачивать структура, стремящаяся защитить себя от риска, и которая выражена как процент от стоимости защищаемого долга. Базисный пункт составляет 1/100 процентного пункта.

предоставления экстренной краткосрочной ликвидности, Валютное управление Гонгконга приняло меры по расширению видов залога, которое оно принимает, и повышению привлекательности и увеличению сроков своей поддержки ликвидности. В Индии Резервный банк резко снизил норматив кассового резерва, применяемый им в отношении банков, с тем чтобы уменьшить давление на межбанковский рынок. Центральные банки в Австралии, Индии и Корее также использовали свои официальные резервы для предоставления ликвидных средств в долларах США через местные рынки для валютных свопов (инструментов, которые организации используют для страхования от валютных рисков, когда используются средства в одной валюте для покрытия потребностей в другой). Различные центральные банки региона воспользовались в своих усилиях договоренностью о свопах с Федеральной резервной системой США. Кроме того, многие страны объявили о гарантировании депозитов и/или гарантиях по внешним долгам банков.

С чем сталкивается регион

С ухудшением мировой финансовой ситуации многое зависит от способности внутреннего банковского сектора предоставлять достаточный и своевременный кредит в условиях замедления роста и увеличивающегося рыночного риска. Поэтому несмотря на финансовые стрессы традиционное банковское кредитование держалось достаточно неплохо. Рост частного кредита снизился по всему региону, но остается неплохим, за исключением Вьетнама, где кредитная экспансия замедлилась в ответ на ужесточение политики. Хотя у азиатских банков есть преимущество — относительно прочные позиции по операциям с капиталом, снижение экономической активности, скорее всего, приведет к повышению стоимости кредита и, возможно, к сокращению темпов кредитования. Коэффициенты дефолта корпораций выросли в странах, где ослаб внутренний спрос, что указывает на возможный рост безнадежных долгов в будущем. Снижение конъюнктуры на рынке жилья в некоторых странах также может сказаться на качестве активов банков. Хотя серьезного ухудшения региональной банковской ситуации не ожидается, на данном этапе этого исключать нельзя. В частности, существует риск того, что глобальное снижение активности будет более глубоким и продолжительным, чем ожидалось, это приведет к большому числу дефолтов корпораций в регионе.

Готовясь к худшему

Что могут сделать органы надзора и регулирования для ограничения риска цепной реакции со стороны глобального снижения экономической активности и потрясений на кредитном рынке? В случае Азии заслуживает внимания подход, предусматривающий действия по нескольким направлениям.

- ***Управление фактическими рисками, связанными с крупными организациями с высокой долей заемных средств.*** Банкротства нескольких переживавших трудности крупных организаций в странах с развитой экономикой вызвали опасения относительно потенциальных рисков, связанных с другими игроками с высоким левериджем, в том числе в Азии. Ранее раскрытие фактических рисков может уменьшить опасения участников рынка и позволить инвесторам проводить различия между разными организациями и странами. (Например, Агентство по финансовым услугам Японии публикует данные об авуарах в форме ссуд непервоклассным заемщикам и других структурированных продуктов по депозитным организациям). Можно ожидать дальнейших дефолтов, и директивным органам следует рассмотреть свои планы на случай чрезвычайных обстоятельств, в том числе меры по преодолению возможных последствий для межбанковского рынка и обеспечению достаточности депозитного страхования (или гарантий) и программ рекапитализации за счет государства. Кроме того, более активное международное сотрудничество между органами надзора должно укрепить мониторинг распространения финансовых трудностей из других стран, и в случае взаимосвязанности финансовых систем, заложить основу для более эффективных координированных действий.
- ***Совершенствование управления риском ликвидности.*** Органы надзора должны обеспечить, чтобы банки следовали надлежащим стандартам регулирования в отношении управления риском ликвидности, например, избегая несовпадения по срокам погашения. Они должны также обеспечить проведение банками стресс-тестов и планирования на случай катастроф, которое включает в себя такие экстремальные события, как прекращение внешнего финансирования. Наряду с этим центральным банкам следует пересмотреть диапазон имеющихся инструментов ликвидности, в том числе в иностранной валюте, а также рассмотреть возможность предоставления ликвидности более широкой категории организаций и под залоговое обеспечение более широкого диапазона.
- ***Обеспечение доступа к трансграничному финансированию, в том числе торговому финансированию.*** Отечественные банки в большой степени зависят от филиалов иностранных банков в плане долларовой ликвидности, а также от рынков валютных свопов, которые стали испытывать стресс в периоды значительной несклонности к риску и, в свою очередь, сказались на других местных рынках финансирования. Для обеспечения бесперебойного трансграничного финансирования органам регулирования следует изучить риски контрагентов на этих рынках и гарантировать, что у местных банков есть альтернативы внешнему финансированию, если они временно будут отрезаны от этих рынков. Следует также рассмотреть вопрос о предоставлении гарантий для покрытия финансирования торговли в случае прекращения такого финансирования.
- ***Укрепление процесса управления рисками.*** При замедлении темпов роста можно ожидать повышения показателей дефолта корпораций и необслуживаемых займов. Региональные банки, имеющие позиции в секторах, особенно уязвимых в случае снижения активности внутренней экономики, например, в секторе жилья и малых и средних предприятий, могут нести больший риск. Органам надзора потребуется обеспечить, чтобы местные банки надлежащим образом классифицировали ссуды и выделяли достаточные резервы для проблемных ссуд.
- ***Готовность к рекапитализации банковской системы, если это необходимо.*** На данном этапе нельзя исключить возможность большей по сравнению с ожиданиями волны дефолтов корпораций, ведущей к банковским банкротствам. Поэтому властям следует предусмотреть планы на случай катастроф, если для поддержки капитальной базы финансовых организаций потребуются государственные средства.
- ***Проведение более долгосрочных финансовых реформ.*** Хотя кризис еще развивается и выводы из него продолжают извлекаться, директивным органам следует воспользоваться этой возможностью для проведения более долгосрочных финансовых реформ в целях укрепления своих финансовых систем. К ним могут относиться надзор с учетом риска, решение проблемы проциклических рисков в связи с заемными средствами, дальнейшее развитие местных рынков облигаций, совершенствование мониторинга важных организаций, в том числе за пределами банковской системы. ■

Кеннет Кан является заместителем начальника отдела, а Жак Миниан — экономист в Департаменте стран Азиатско-Тихоокеанского региона.

Мешки с пшеницей, Аль-Камишли, Сирия.

Обеспечение продовольственной безопасности

Марош Иванич и Уил Мартин

ЦЕНЫ на основную сельскохозяйственную продукцию резко повысились в конце 2007 – начале 2008 годов и, несмотря на недавнее снижение, по-прежнему намного превышают средние уровни последних двух десятилетий. Многие аналитики предполагают, что такие факторы, как новый спрос на продовольствие для производства биотоплива, будут поддерживать цены на высоком уровне. Это явилось бы неприятным известием для малоимущих и почти малоимущих, которые тратят очень большую долю своих доходов на основные продукты питания. Наши оценки показывают, что рост цен на продовольствие в период между 2005 годом и первым кварталом 2008 года привел к увеличению числа бедных более чем на 100 млн человек, даже несмотря на улучшение в целом положения отдельных слоев малоимущих, которые сами являются продавцами продовольствия (Ivanic and Martin, 2008).

Некоторые аналитики и официальные лица заявляют, что высокие цены на продовольствие и его нехватка в ряде бедных стран связаны, по крайней мере частично, с либерализацией глобальной торговли сельскохозяйственной продукцией, которая побудила страны производить вместо основных продуктов питания дорогостоящие экспортные культуры. Для того чтобы повысить продовольственную безопасность, — то есть обеспечить население продуктами питания, — должны ли правительства принимать меры торговой и иной политики, призванные стимулировать производство основных продуктов питания и повысить самообеспеченность?

Лауреат Нобелевской премии Амартия Сен считает, что продовольственная безопасность

Торговая политика должна дополняться другими мерами для обеспечения доступности продовольствия для всех.

и самообеспеченность — разные вещи. Продовольственная безопасность определяется не тем, где продовольствие производится, а тем, имеет ли население доступ к нему (Sen, 1981). В своем исследовании крупных случаев голода в XX веке Сен приходит к выводу о том, что продовольственная безопасность может быть крайне низкой, даже когда в стране имеется достаточно продуктов питания. Он также отметил, что власти страны могут повысить продовольственную безопасность, допустив импорт продуктов питания, когда в противном случае цены могут возрасти.

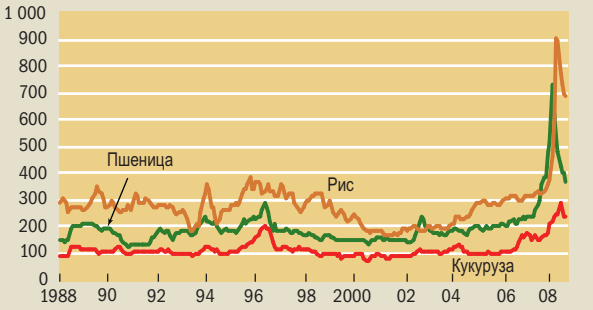
На продовольственную безопасность влияет торговая политика как на национальном, так и на глобальном уровнях. А торговая политика — это всего лишь один вид мер, сказывающихся на доступе бедных к продуктам питания. В связи с тем, что страны мира в настоящее время пытаются оживить торговые переговоры, чтобы понизить препятствия в глобальной торговле, мы рассмотрим вопросы продовольственной безопасности в развивающихся странах в кратко- и долгосрочной перспективе, а также ее взаимосвязь с торговой политикой.

Рисунок 1

Долговременная тенденция?

Цены на многие основные продукты питания резко возросли в конце 2007 и начале 2008 годов.

(В долл. США за тонну)



Источник: World Bank, Commodity Price Data.

Вопросы продовольственной безопасности на краткосрочную перспективу

Даже временные проблемы в виде высоких цен на продовольствие могут представлять собой серьезную угрозу для бедных, имеющих мало необязательных расходов, не связанных с покупкой продуктов питания, которые они могли бы сократить при повышении цен на продовольствие, и часто они не имеют сбережений или доступа к кредитам, которые помогли бы им преодолеть кризис. Для решения краткосрочных проблем высоких цен на продовольствие правительства, как правило, могут использовать три общих подхода: применение систем социальной защиты, вмешательство в работу рынка для снижения цен на продовольствие и обеспечение предложения путем поддержания запасов.

Подходы, связанные с применением систем социальной защиты, например с предоставлением чрезвычайной продовольственной помощи или выплатой пособий бедным, в принципе могут быть адресными и охватывать наиболее нуждающихся. Поэтому системы социальной защиты реже приводят к появлению побочных эффектов, чем меры политики, приводящие к снижению цен для всех. Кроме того, системы социальной защиты позволяют оказывать помощь вне зависимости от того, связана ли проблема с изменением цен на продовольствие. Напротив, меры политики, которые нацелены на снижение цен на продовольствие, часто оказываются неэффективными при решении многих проблем продовольственной безопасности, например связанных с падением сельскохозяйственного производства в результате засухи.

Меры политики, направленные на снижение внутренних цен на продовольствие, — такие как введение экспортных налогов или понижение тарифов на импорт, — административно легко осуществимы. Когда мировые цены на основные продукты питания резко повысились в конце 2007 и начале 2008 годов (см. рисунок 1), приблизительно 45 процентов развивающихся стран снизили тарифы и/или налоги на потребление продовольствия, а почти 30 процентов стран ввели налоги на экспорт (Wodon and Zaman, 2008). Однако эти подходы могут вести к непреднамеренным последствиям. Например, ограничения экспорта для снижения внутренней цены на рис также приведут к уменьшению производства и повышению спроса в период нехватки продукции, причинят ущерб бедным фермерам, которые продают рис, и создадут льготы для потребителей, находящихся значительно выше черты бедности.

Меры политики, призванные оградить внутренние рынки продовольствия от изменений цен на мировом рынке, также обычно подогревают рост цен, которые они должны сдерживать. Введение ограничений на экспорт ключевыми экспортерами в конце 2007 и начале 2008 годов способствовало сильному повышению мировых цен в этот период. Отмена или ослабление этих ограничений могут помочь снизить давление на мировые цены. Например, когда Украина объявила, что в апреле 2008 года она ослабит свои экспортные ограничения, цены на пшеницу немедленно понизились на 18 процентов (Chauffour, 2008).

Для решения краткосрочных проблем в области продовольственной безопасности могут использоваться государственные запасы продуктов питания, но их создание является дорогостоящим и требует решения трудных задач управления. В большинстве случаев не ясно, какого объема требуются запасы и сколько продовольствия необходимо выдавать на каждом этапе. Более того, политика управления запасами может привести к дестабилизации ситуации, если, как это, по-видимому, произошло в 2008 году, правительства будут пытаться создавать или увеличивать запасы в период высоких цен на продовольствие. Главное то, что наличия продовольствия в хранилищах самого по себе недостаточно для обеспечения продовольственной безопасности. Вне зависимости от того, используются ли государственные запасы, ключом к продовольственной безопасности служит обеспечение доступа бедных к продуктам питания.

Продовольственная безопасность в долгосрочной перспективе

Устойчивое укрепление долгосрочной продовольственной безопасности во многом зависит от неуклонного повышения реальных доходов бедных. Для достижения такого неуклонного повышения доходов ключевое значение имеют меры политики развития, которые ведут к росту производительности активов бедных. Либерализация торговли на широкой основе может помочь повысить производительность и доходы, обеспечивая направление инвестиций в правильную деятельность и способствуя техническому прогрессу. Однако либерализация торговли должна идти рука об руку с реализацией политики развития, начиная с создания надлежащей правовой основы, а затем осуществления инвестиций в общественные блага, такие как научные исследования и опытно-конструкторские разработки, здравоохранение, инфраструктура, образование и базовые системы социальной защиты для оказания помощи бедным домашним хозяйствам в преодолении последствий шоков. Инвестиции в науч-

ные исследования и опытно-конструкторские разработки в области сельского хозяйства, как представляется, не только отличаются высокой нормой прибыли, но также могут повысить доходы фермеров при одновременном понижении цен для потребителей.

Обычно ожидается, что либерализация торговли отдельными странами ведет к снижению внутренних цен, за исключением случаев, когда такие действия включают понижение экспортных налогов или субсидий импорта. Последствия глобальной либерализации торговли являются более сложными. Ее воздействие на отдельные страны зависит от баланса противодействующих факторов: повышения глобальной цены и снижения собственных торговых барьеров страны.

Исторически развивающиеся страны взимали налоги со своего сельскохозяйственного сектора для поддержания городского сектора: в целях сохранения низких цен экспортируемые товары облагались более высоким налогом, чем импорт. Однако, как указывается в одном из недавних проектов Всемирного банка, за последние 50 лет этот порядок изменился. Импорт, конкурирующий с внутренним производством, субсидировался весьма незначительно в 1950-е годы, но теперь пользуется защитой в среднем почти на уровне 30 процентов. С другой стороны, экспортируемая продукция, с которой ранее взимались высокие налоги, теперь продается почти по мировым ценам (Anderson, готовится к печати). В связи с этим выводом серьезные сомнения вызывают утверждения о том, что текущие проблемы в области продовольственной безопасности вызваны либерализацией основных продуктов питания в развивающихся странах — защита этих товаров скорее повышалась, а не понижалась.

Причинят ли глобальные реформы торговли пользу или вред?

Поскольку ожидается, что глобальная реформа торговли приведет к повышению мировых цен на продовольствие, а более высокие цены на основные продукты питания могут вызвать рост бедности в бедных странах, глобальная реформа может привести к снижению продовольственной безопасности бедного населения развивающихся стран. Снижение тарифов в мировом масштабе стимулирует спрос и, следовательно, ведет к повышению цены на основные продукты питания на глобальных рынках. В большинстве исследований приводятся оценки, согласно которым глобальная реформа торговли сельскохозяйственной продукцией приведет к повышению мировых цен на умеренную величину в сравнении с их изменениями в последние годы — между 2 и 7 процентами для большинства основных продуктов питания (Anderson, Martin, and van der Mensbrugghe, 2006). Таким образом, ключевой вопрос для развивающихся стран состоит в том, сможет ли понижательное воздействие на цены их собственного сокращения тарифов перевесить повышательное влияние на цены более высоких мировых цен.

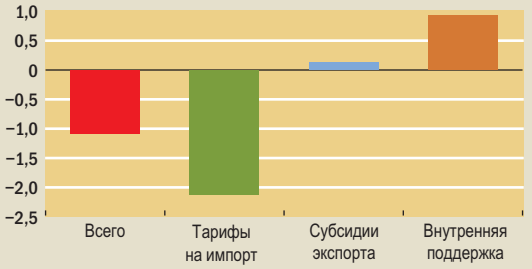
Применив модель анализа глобальной торговли, использованную в работе Hertel and others (2008), мы пришли к выводу, что снижение импортных цен в результате полной либерализации перевесит влияние более высоких цен, вследствие чего цены на продовольствие в развивающихся странах в целом понизятся на 1 процентный пункт (см. рисунок 2). В этом состоит ключевая причина вывода, сделанного Гертелем и его коллегами, о том, что глобальная либерализация сельскохозяйственной продукции под эгидой Всемирной торговой организации приведет к сокращению бедности в 14 из 15 изученных ими странах.

Рисунок 2

Сделать дешевле

Завершение реформы торговли сельскохозяйственной продукцией приведет к уменьшению цен на основные продукты питания в развивающихся странах в среднем на 1 процент.

(Процентное изменение индекса цен на продовольствие)



Источник: расчеты авторов.

Составные элементы целого

Реформа торговли сельскохозяйственной продукцией в развивающихся странах может повысить продовольственную безопасность благодаря снижению стоимости продовольствия для бедных и, следовательно, усиления надежности их доступа к продуктам питания. Воздействие глобальной либерализации является более сложным, поскольку оно ведет к повышению мировых цен, которые отражают увеличение мирового спроса на импорт и отмену субсидий экспорта. Наш анализ показывает, что в среднем глобальная реформа торговли приведет к небольшому снижению цен на основные продукты питания в бедных странах и, следовательно, будет способствовать некоторому уменьшению глобальных масштабов бедности.

Создание и поддержание режима открытой торговли является важным, но недостаточным условием для достижения продовольственной безопасности. В краткосрочной перспективе либерализация торговли должна сочетаться с программами социальной защиты, позволяющими оградить малоимущих от шоков, вызванных, например, повышением международных цен на зерно. В более долгосрочной перспективе ключевой задачей будет повышение производительности, ведущей к увеличению доходов бедных семей. ■

Марош Иванич является консультантом, а Уил Мартин — ведущим экономистом Группы исследований в области развития Всемирного банка.

Литература

Anderson, Kym, ed. (forthcoming), Distortions to Agricultural Incentives: A Global Perspective, 1955 to 2007 *(Palgrave Macmillan and World Bank).*

———, Will Martin, and Dominique van der Mensbrugghe, 2006, "Distortions to World Trade: Impacts on Agricultural Markets and Incomes," Review of Agricultural Economics, *Vol. 28(2), pp. 168–94.*

Chauffour, Jean-Pierre, 2008, "Global Food Price Crisis: Trade Policy Origins and Options," Trade Note 34 (Washington: World Bank).

Hertel, Thomas, Roman Keeney, Maros Ivanic, and Alan Winters, 2008, "Why Isn't the Doha Development Agenda More Poverty Friendly?" GTAP Working Paper 37 (West Lafayette, Indiana: Purdue University).

Ivanic, Maros, and Will Martin, 2008, "Implications of Higher Global Food Prices for Poverty in Low-income Countries," Agricultural Economics, *Vol. 39, pp. 405–16.*

Sen, Amartya, 1981, "Poverty and Famines: An Essay on Entitlement and Deprivation" (Oxford: Clarendon Press).

Wodon, Quentin, and Hassan Zaman, 2008, "Rising Food Prices in Sub-Saharan Africa: Poverty Impact and Policy Responses," World Bank Policy Research Working Paper No. 4738 (Washington: World Bank).

ТОЧКА ЗРЕНИЯ

Инвестиции «по соседству»

Страны-производители нефти в районе Персидского залива инвестируют нефтедоллары в другие страны Ближнего Востока, и эта тенденция должна сохраниться даже при снижении цен на нефть.

Махмуд Мохьелдин

Танкеры для хранения нефти, нефтезавод в Египте.

ВОПРОС о последствиях высоких цен на нефть для инфляции и экономического роста как в развитых странах, так и странах с недостаточными энергетическими ресурсами, пользуется большим вниманием. Однако в целом благоприятные последствия избытка нефтедолларов для экономики арабских государств практически не освещаются. Хотя цены на нефть существенно понизились после того, как они достигли своего пика в середине 2008 года, в распоряжении стран-производителей нефти остаются значительные ресурсы, которые могут быть использованы для инвестиций.

Таким образом, поток нефтедолларов не только улучшил экономические перспективы шести стран-производителей нефти в районе Персидского залива, но, ввиду того что значительная часть этих нефтедолларов инвестируется в страны региона, повысил перспективы соседних арабских государств. Накопленное финансовое богатство и поиск инструментов с более высокой доходностью побудили инвесторов из числа государств-членов Совета по сотрудничеству стран Залива (ССЗ) диверсифицировать свою инвестиционную стратегию как географически, так и по классам активов.

Государства-члены ССЗ стали более стратегически подходить к инвестированию своего богатства, накопленного благодаря увеличению доходов от нефти. Шесть стран-производителей нефти, образующих ССЗ, — Бахрейн, Кувейт, Оман, Катар, Саудовская Аравия и Объединенные Арабские Эмираты — извлекли уроки из неудачного опыта прошлых циклов резкого роста и спада в 1970-х и 1980-х годах. Более того, ограничения на инвестиции, которые начали вводить Соединенные Штаты после террористических актов в сентябре 2001 года, побудили государства-члены ССЗ диверсифицировать инвестиции своих избыточных ресурсов в региональном масштабе. Вместо того, чтобы инвестировать доходы в казначейские векселя США или депонировать поступления на евродолларовые счета в транснациональных банках, производители нефти в настоящее время используют доходы от нефти для накопления инвалютных резервов и уменьшения государственного долга, а также для наращивания суверенных фондов накопления богатства (СФБ) и создания разнообразных контролируемых государством, но современных инвестиционных учреждений.

Соседние страны ощущают последствия

Несмотря на недавнее понижение цены, ожидается, что доходы от нефти государств-членов ССЗ превысят 600 млрд долл. США в 2008 году и будут оставаться значительными в 2009 году. Существует три основных механизма, посредством которых эти доходы могут сказаться как на странах Персидского залива, так и соседних государствах.

- ***Торговля товарами.*** Эта область остается сравнительно маловажной. В 2006–2007 финансовых годах торговля между арабскими государствами возросла до 11,2 процента от общего объема их торговли, но на таком уровне не играет значительной роли в создании межстрановых благ. В период 2006–2007 годов в Египте, например, на торговлю с другими арабскими государствами приходилось лишь 9,6 процента от общей торговли Египта.
- ***Торговля услугами.*** Эта деятельность обеспечивает значительно больший поток доходов в регионе. Граждане Египта, работающие за границей, в том числе в государствах-членах ССЗ, существенно увеличили объем средств, переводимых ими на родину, что положительно влияет на состояние платежного баланса и благосостояние сектора домашних хозяйств в Египте. По данным Центрального банка Египта, за период с 2003–2004 по 2006–2007 годы денежные переводы от граждан Египта, работающих в государствах-членах ССЗ, увеличились на 160 процентов: с 1,21 до 3,13 млрд долл. США. За этот же период их доля в общих денежных переводах от лиц, работающих за границей, увеличилась с 40 до 50 процентов. Туризм вырос почти в три раза с 2002 года, и в 2007 году его поступления достигли 10,8 млрд долл. США. Приблизительно 20 процентов туристов являются арабами. Согласно оценкам Министерства экономического развития Египта, каждый доллар, израсходованный туристами, создает 4–5 долларов дохода, что свидетельствует о значительном влиянии на доходы и

уровень жизни работников туристической отрасли и связанных с нею секторов.

- ***Инвестиции.*** Часть капитала государств-членов ССЗ, инвестированного в Соединенных Штатах и Европе, была перенаправлена в арабские государства, в результате чего данный механизм стал наиболее эффективным в отношениях между государствами-членами ССЗ и соседними странами. От этого выгадали такие страны, как Египет, Иордан и Марокко, став привлекательным местом для вложения средств государствами-членами ССЗ (Institute of International Finance, 2008). Крупное положительное сальдо счета текущих операций, наряду с инвестициям, производимыми корпорациями и богатыми физическими лицами, позволили направить значительную долю инвестиций государств-членов ССЗ через СФБ (см. таблицу). СФБ стран Персидского залива проявляют большой интерес к гибридным финансовым инструментам, помимо традиционного использования избыточных резервов для осуществления долгосрочных инвестиций в акционерный капитал.

Для большинства фондов государств-членов ССЗ предпочтительным инструментом вложения средств в соседних странах являются прямые иностранные инвестиции (ПИИ), многие из которых связаны с приватизацией, крупными инфраструктурными проектами и новыми инвестициями в акционерный капитал. Доля фондов государств-членов ССЗ в совокупных ПИИ в Египте, крупнейшем получателе ПИИ из стран ССЗ, выросла с только 4,56 процента в 2005 году до 25,2 процента в 2007 году.

Однако заметную роль в этот период играло не только увеличение объема ПИИ. Структура инвестиций стран Персидского залива и их диверсификация в соседних государствах также изменились (см. рисунок). В 1970-х и 1980-х годах инвестиции стран Персидского залива были в большей степени сконцентрированы в области строительства объектов недвижимости и деятельности, связанной с углеводородным сектором. Более высокие доходы от нефти позволили правительствам государств-членов ССЗ диверсифицировать свою экономику, сократив долю углеводородного сектора, и проводить более амбициозную инвестиционную политику, включавшую щедрые расходы на отечественную инфраструктуру, а также приобретение долей участия в различных компаниях в развитых странах и странах с формирующимся рынком. Однако даже при такой диверсификации на углеводородные отрасли по-прежнему приходится свыше 80 процентов всех государственных доходов, а доля углеводородов в ВВП государств-членов ССЗ в действительности повысилась с 46 процентов в 2002 году до 50 процентов в 2007 году. В настоящее время, благодаря партнерствам с компаниями, базирующимися в промышленно развитых странах, и накопленному ими опыта сотрудничества с государствами-членами ССЗ, инвестиции стран Персидского залива в Египте вышли за рамки традиционных областей и охватывают обрабатывающую промышленность, «органическое» земледелие, связь и информационные технологии, финансовые услуги и логистику.

Расширяя горизонты

Страны Персидского залива расширили свои инвестиции в экономику Египта за рамками секторов недвижимости и углеводородов, охватив сектора финансовых услуг, связи и информационных технологий (СИТ) и сферу услуг.

(Прямые иностранные инвестиции в ненефтяной сектор Египта, 2007–2008 годы, в процентах ко всему объему)

Источник: Balance of Payments Statistics, the Central Bank of Egypt Quarterly Reports (FY 2007–08).

В дополнение к ПИИ некоторые соседние страны получают выгоды от портфельных инвестиций в компании, котируемые на фондовых биржах. На долю иностранных инвесторов приходится около одной третьей рыночной капитализации фондовых бирж в Египте и Марокко и почти половина их капитализации в Аммане и Иордании. Согласно оценкам, на арабских инвесторов приходится половина этих иностранных авуаров в Египте и три четвертых в Иордании.

Регион уязвим к колебаниям цен на энергоносители, особенно с учетом региональных геополитических рисков. Кроме того, к числу трудностей, стоящих перед государствами-членами ССЗ, добавляются инфляция и соответствующее повышение курса валют. Однако сценарии изменения цен на нефть предполагают, что в течение следующих десяти лет богатство стран Персидского залива существенно возрастет. Даже при сценарии цен на нефть на уровне 50 долл. США за баррель, что значительно ниже любой вероятной цены на долгосрочную перспективу, государства-члены ССЗ накопят к 2020 году приблизительно 5 трлн долл. США, что в 2,5 раза превышает их поступления за последние 15 лет (McKinsey & Co., 2008). Такое богатство при тщательном управлении им позволит государствам-членам ССЗ продолжить реализацию своих стратегий развития и вести деятельность, идущую на благо их соседей. ■

Махмуд Мохьелдин — министр инвестиций Арабской Республики Египет.

Крупные инвесторы

На долю суверенных фондов накопления богатства государств-членов Совета по сотрудничеству стран Залива приходится свыше 40 процентов активов всех таких фондов.

Страна	Фонд	Активы (в млрд долл. США)	Дата создания	Место
Объединенные Арабские Эмираты (ОАЭ)	Управление инвестиций Абу-Даби	$875	1976	1
Саудовская Аравия	Иностранные авуары САМА	$365.2	1990	3
Кувейт	Управление инвестиций Кувейта	$264.4	1953	6
Катар	Управление инвестиций Катара	$60	2003	12
ОАЭ - Абу-Даби	Компания «Mubadala Development Company»	$10	2002	29
Бахрейн	Холдинговая компания «Mumtalakat»	$10	2006	30
Саудовская Аравия	Государственный инвестиционный фонд	$5.3	2008	32
Оман	Фонд государственного генерального резерва	$2.0	1980	39
ОАЭ - Рас эль-Хайма	Управление инвестиций РЭХ	$1.2	2005	40
Активы СФБ государств-членов Совета по сотрудничеству стран Залива		$1,593.1		
Процентная доля общих глобальных активов СФБ				41.6

Источник: Sovereign Wealth Fund Institute, August 2008

Примечание. Объединенные Арабские Эмираты, Кувейт, Катар и Бахрейн являются государствами-членами Международной рабочей группы Суверенных фондов накопления богатства, а Саудовская Аравия и Оман – ее постоянными наблюдателями.

ТОЧКА ЗРЕНИЯ

Шанс Нигерии исправить ситуацию

Превращая в благо сверхприбыли Нигерии от нефти

Нгози Оконджо-Ивеала

Газовый завод близ рыбацкой деревни Финима в Нигерии.

НИГЕРИЯ растратила свою сверхприбыль от нефти, полученную в 1970-х годах, что повлекло за собой три десятилетия экономического застоя и деградации государственных учреждений. Причиной этого явились сочетание неправильной налогово-бюджетной и макроэкономической политики, коррупция и слабое государственное управление. Кроме того, не многие страны (или даже экономисты) в то время полностью понимали, насколько трудно управлять сверхприбылью от нефти. Последний скачок цен на нефть дает Нигерии шанс превратить свое «нефтяное проклятие» в благо. Она должна извлечь уроки из своих прошлых ошибок и не может ссылаться на отсутствие опыта. Страна сделала первые правильные шаги, внеся коренные изменения в политику, проводимую в ответ на текущий нефтяной бум, однако устойчивое проведение этих реформ имеет жизненно важное значение как для граждан Нигерии, так и для всего африканского континента.

В апреле 2006 года Нигерия внесла последний платеж для погашения своего долга в 30 млрд долл. США перед Парижским клубом официальных кредиторов, который составлял более 85 процентов ее внешней задолженности. В рамках заключенного соглашения Нигерия немедленно оплатила 6 млрд долл. США просроченной задолженности, а остальные 24 млрд долл. США были реструктурированы на Неапольских условиях — льготных условиях реструктуризации Парижским клубом внешней задолженности бедных стран, — что привело к списанию 18 млрд долл. США долга. Хотя это — несомненный успех, тот факт, что Нигерия, страна, располагающая богатыми запасами нефти, должна была искать пути выхода из чрезмерной задолженности, выглядит иронично.

Как получилось, что Нигерия попала в столь затруднительное положение, и какие уроки из этого опыта могут извлечь она и другие развивающиеся страны-экспортеры нефти? Сейчас самое время задать эти вопросы. Это связано с тем, что резкий рост цен на нефть в последние годы дает развивающимся странам-экспортерам нефти, в особенности тем, которые растратили поступления, полученные в предыдущие периоды скачка цен на нефть в 1973–1974 и 1979–1980 годах, редкий шанс на исправление ситуации.

Чрезмерная задолженность

Два повышения цен, осуществленные под эгидой Организации стран-экспортеров нефти в 1973–1974 и 1979–1980 годах, обеспечили Нигерию существенными непредвиденными доходами, составившими 300 млрд долл. США за период между 1970 и 2001 годами. Однако эта сверхприбыль также привели к значительному повышению реального обменного курса, который с 1974 по 1980 годы вырос на 55 процентов. Затем, в 1982 году, страну постигли сразу две неудачи: падение цен на нефть и резкое повышение процентных ставок. В результате этого увеличилась инфляция, страна оказалась перед перспективой переоформления ее задолженности и правительство решило нормировать доступ к иностранной валюте, введя лицензии на осуществление импорта.

Вследствие этих событий валюта Нигерии, которая была привязана к доллару США, обесценилась на 36 процентов за период между 1980 и 1984 годами. Однако инфляция была значительно выше, и избыточный спрос на иностранную валюту нормировался путем ужесточения ограничений на лицензирование импорта, что привело к увеличению премии к обменному курсу на черном рынке. В конечном итоге, в сентябре 1986 года Нигерия ввела плавающий курс найры. К то-

Вставка 1

Чрезмерная задолженность

На конец 1983 года общая сумма непогашенного и полученного внешнего долга Нигерии составляла 12 млрд долл. США. Согласно консервативным оценкам доказанных нефтяных запасов и учитывая стоимость добычи и соответствующее разделение доходов с частным сектором, принадлежащая правительству доля нефтяного богатства оценивалась в 75 млрд долл. США даже по низким ценам 1985 года (Pinto, 1987). Тем не менее, к 1985–1986 годам Нигерия испытывала трудности с переоформлением застрахованных торговых кредитов на сравнительно малую сумму в 2 млрд долл. США, и ее кредиторы настаивали на предварительном заключении программы, поддерживаемой МВФ.

Почему, учитывая огромные запасы нефти и газа Нигерии, переоформление долга было столь трудным? Во-первых, поскольку внешние заимствования Нигерии были обеспечены нефтью, кредиторы стали проявлять обеспокоенность при падении цен на нефть. Во-вторых, ввиду того, что к середине 1980-х годов в экономике преобладал нефтяной сектор, а в проводимой политике и деятельности учреждений были допущены серьезные ошибки, кредиторы не желали переоформлять задолженность Нигерии в отсутствие поддерживаемой МВФ программы. Нигерия испытывала дефицит доверия и была не способна привлечь внешнее финансирование даже для инвестиций с потенциально высокой нормой прибыли: у нее появилась классическая «чрезмерная задолженность».

му времени особо актуальными стали вопросы переоформления долга и получения внешнего финансирования. Плавающий обменный курс стал центральным элементом программы реформы, основанной на введении рыночных стимулов, проведении либерализации цен, отмене импортных лицензий и ликвидации советов по биржевым товарам. Однако внешний долг продолжал расти, отражая не столько новые заимствования после середины 1980-х годов, сколько совокупный эффект просроченной задолженности и штрафных процентных ставок. В дополнение к этому макроэкономическому дисбалансу страна мало чем могла похвастаться в плане использования сверхприбыли от нефти для экономического развития и сокращения бедности.

Почему это произошло? Ответ заключается в неправильном управлении властями скачком цен на нефть в 1970-е годы, что показывает, что даже короткие периоды ошибок в управлении могут иметь отрицательные последствия на многие десятилетия. Внимание властей в то время было сосредоточено на предотвращении «голландского синдрома» или ухудшения ситуации в секторе ненефтяных внешнеторговых товаров, в особенности в сельском хозяйстве и обрабатывающей промышленности. Лишь значительно позже власти признали более серьезный ущерб, причиненный экономике, — в форме чрезмерной задолженности (см. вставку 1), длительного экономического застоя и деградации государственных учреждений, — вызванный коррупцией и слабым управлением.

Новый шанс

Вслед за выборами 1999 года первая администрация Олусегуна Обасанджо сосредоточила внимание на обеспечении политической стабильности и решении проблемы коррупции. Вторая администрация Обасанджо (2003–2007 годы) приняла комплексную программу экономических реформ и мер борьбы с коррупцией, в рамках которой особый упор был сделан на налогово-бюджетной, структурной и институциональной реформах, а также реформе управления. Программа также предусматривала повышение прозрачности путем принятия Инициативы по обеспечению прозрачности в добывающих отраслях (ИОПДО; см. вставку 2) и судебного преследования коррумпированных чиновников. Эта решение изменить курс нигерийской экономики совпало с повышением цен на нефть, что позволило Нигерии вырваться из «ловушки природных ресурсов».

На макроэкономическом фронте главная задача состояла в уменьшении волатильности путем отделения государственных расходов от текущих доходов от нефти. Нигерия смогла этого добиться в 2004 году, приняв «бюджетное правило, основанное на цене на нефть». Цель этого правила состояла в том, чтобы ограничить расходы посредством передачи в бюджет доходов от нефти на основе справочной цены при одновременном введении лимита на дефицит без учета поступлений от нефти. Закон о бюджетной ответственности, подписанный президентом Умару Яр'Адуа в ноябре 2007 года, ввел бюджетное правило, основанное на цене на нефть в ранг закона.

Для того чтобы повысить прозрачность и решить проблему коррупции, правительство приняло двуединый подход:

- включило меры борьбы с коррупцией в комплексную программу экономических реформ; и
- провело диагностические исследования для определения областей, в которых коррупция подрывала эффективность государственного сектора и экономический рост.

Например, для борьбы с коррупцией правительство пересмотрело процедуру государственных закупок и утвердило «механизм надлежащего процесса» для заключения государственных контрактов.

Основанное на цене на нефть бюджетное правило и принятие ИОПДО подчеркивали решимость Нигерии полностью порвать с прошлым, начав борьбу с коррупцией и усовершенствовав государственное управление. Предприняв революционный шаг, Нигерия не ограничилась нефтяным сектором и опубликовала доходы из *всех* источников на *всех* уровнях государственного управления. Усиление доверия облегчило аннулирование долга Нигерии Парижским клубом и повысило ее репутацию в глазах инвесторов. Агентства Standard & Poor's и Fitch присвоили Нигерии на 2007 год суверенный кредитный рейтинг в BB-, что послужило подтверждением достигнутых успехов. Такой же рейтинг в то время имели Индонезия, Турция, Украина, Венесуэла и Вьетнам. Повышение рейтинга привело к значительному увеличению прямых иностранных инвестиций как в нефтяной сектор (приблизительно в размере 6 млрд долл. США в год), так и ненефтяные сектора (приблизительно в размере 3 млрд долл. США в год).

Текущий нефтяной бум был необходим для устранения чрезмерной задолженности Нигерии — путем обеспечения необходимой ликвидности, — но одного его, безусловно, было недостаточно. Если бы не были учтены уроки 1970-х годов, возможности, представленные новым ростом цен, несомненно, были бы упущены. Сочетание высоких цен на нефть, улучшения управления, новой политической воли и руководства и более эффективного управления налогово-бюджетной сферой изменило ситуацию. Важной задачей теперь является сохранение темпов реформ. (В отношении стоящих задач и соответствующих мер политики см. рисунок).

Полученные уроки

Наиболее важный урок, который был извлечен из опыта 1970-х годов, заключается в том, что ошибки в управлении даже относительно короткого периода сверхприбыли от вы-

Вставка 2

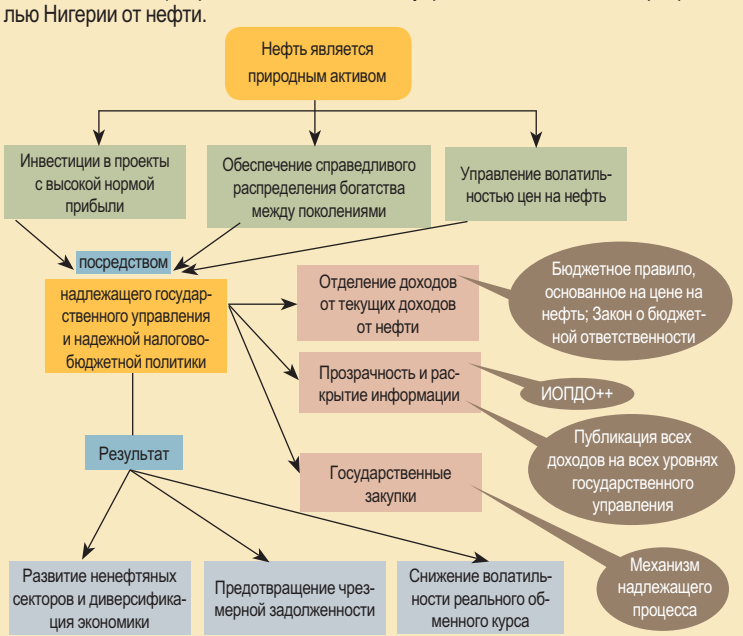
Инициатива по обеспечению прозрачности в добывающих отраслях

Инициатива по обеспечению прозрачности в добывающих отраслях (ИОПДО), объявленная в Йоханнесбурге в 2002 году во время Всемирной встречи на высшем уровне по вопросам устойчивого развития, представляет собой добровольную инициативу, состоящую из ряда стандартов, призванных повысить прозрачность доходов и подотчетность в странах, богатых ресурсами. Инициатива требует, чтобы компании публиковали свои расходы, а правительства раскрывали свои доходы от нефти, газа и других полезных ископаемых.

Нигерия была одной из первых стран, принявших ИОПДО: в мае 2007 года был принят Закон Нигерии об Инициативе по обеспечению прозрачности в добывающих отраслях (НИОПДО). В дополнение к базовым требованиям Нигерия провела финансовый и физический аудит и проверку производственных процессов в нефтяном секторе за период с 1999 по 2004 годы. Это позволило Нигерии получить оценку ИОПДО++, и в настоящее время эта инициатива получила распространение на другие страны под эгидой Всемирного банка и других партнеров по ИОПДО.

Управление доходами от нефти

Надежная налогово-бюджетная политика и надлежащее государственное управление являются центральными элементами управления недавней сверхприбылью Нигерии от нефти.



ко позволил сэкономить на будущих расходах на обслуживание долга, но и улучшил условия для инвестиций и роста, устранив чрезмерную внешнюю задолженность и усилив кредитоспособность Нигерии.

Поскольку нефть является истощаемым природным активом, блага от него должны быть распределены между поколениями. Один из способов — это оставить следующему поколению здоровую и диверсифицированную экономику с низкой задолженностью. Нигерия сделала первые шаги в этом направлении. Сбережение части сверхприбыли и ее вложение в инфраструктуру и проекты с длительным периодом отдачи в области здравоохранения и образования является другой частью этого уравнения. Однако несмотря на реальный прогресс, достигнутый в последние несколько лет, Нигерия остается высоко зависимой от нефти. В 2007 году, ввиду огромного роста цен на нефть, доля в экспорте нефти и газа достигла свыше 95 процентов; более того, на нефть и газ по-прежнему приходится 85 процентов государственных доходов и 52 процента ВВП. Кроме того, несмотря на резкий рост цен и изобилие ресурсов в Нигерии, почти 54 процента населения живут меньше чем на 1 доллар в день. Очевидно, Нигерии предстоит еще многое сделать для диверсификации своей экономики, решения задач развития и сокращения бедности.

Хотя текущий нефтяной бум обеспечил средства для устранения чрезмерной задолженности и даже создания резервов, разработчики политики не должны проявлять чрезмерного оптимизма в отношении дальнейшего роста цен на нефть. Необходимость проявления такой осторожности подчеркивает недавнее падение цен на нефть, связанное с распространяющимся глобальным финансовым кризисом и перспективой общемирового экономического спада. Мы видим, что благоприятная ситуация может быстро и резко измениться, как это случилось в начале 1980-х годов. Горький урок прошлого ясен: правительства богатых нефтью развивающихся стран должны принимать консервативные справочные цены и быть готовыми к колебаниям и рискам ухудшения ситуации.

Второй важный урок, который следует извлечь из опыта Нигерии, состоит в том, что корректирующие меры должны выходить за рамки экономической политики и включать обеспечение надлежащего управления и прозрачности. Надлежащая налогово-бюджетная политика важна, но в не меньшей мере необходимо обеспечить, чтобы Нигерия получала справедливую долю доходов от нефти и чтобы нефть добывалась с минимальными потерями и при максимальной прозрачности. В этом отношении Нигерия является первопроходцем: она получила оценку ИОПДО++ и опубликовала доходы всех уровней государственного управления.

Нигерией предпринимаются амбициозные усилия с целью резко повысить свой экономический рост и максимально улучшить благосостояние всех своих граждан. Последний нефтяной бум предоставил возможность восполнить ущерб, причиненный растратой сверхприбыли от нефти в 1970-х годах. Эту возможность нельзя упустить. ■

Нгози Оконджо-Ивеала — директор-распорядитель во Всемирном банке. Она являлась министром финансов Нигерии с 2003 по 2006 годы. Данная статья основана на открытой лекции, прочитанной ею в Джакарте, Индонезия, 30 января 2008 года. *Помощь в подготовке статьи оказали сотрудники Всемирного банка Браин Пинто и Мона Прасад.*

соких цен на нефть могут причинить ущерб не только текущему, но и будущим поколениям. Корректирующие меры должны учитывать две главных особенности нефти: то, что она является невозобновляемым ресурсом, и то, что цена на нее подвержена колебаниям. В случае большинства развивающихся стран доходы от нефти, в первую очередь, получает правительство. Структура и уровень государственных расходов и характер их привязки к текущим доходам от нефти имеют критическое значение для диверсификации экономики, платежеспособности и долгосрочного экономического роста. Таким образом, в центре основных ответных мер экономической политики стоит налогово-бюджетная политика. Начиная с 2004 года, Нигерия решает эту задачу с помощью своего бюджетного правила, основанного на цене на нефть и разрывающего зависимость между государственными расходами и текущими поступлениями от нефти. Это ослабило распространение волатильности цен на нефть на остальную экономику, ограничив повышение реального обменного курса и его колебания.

Хотя основанное на цене на нефть бюджетное правило помогает сберечь часть сверхприбыли от нефти, этого недостаточно, так как получение дохода от нефти является результатом истощения актива (запасов нефти). Следовательно, правительство также должно обеспечить, чтобы норма прибыли на государственные расходы, по крайней мере, была столь же высокой, что и доходность диверсифицированного портфеля финансовых активов. Это означает необходимость тщательного отбора проектов государственных капиталовложений и изменение структуры расходов.

Нигерия обеспечивает более высокую норму прибыли на государственные расходы частично благодаря механизму надлежащего процесса, который способствовал введению открытых тендеров с конкурентными заявками на заключение государственных контрактов. Однако она также нуждается в системе эффективного анализа затрат и выгод по государственным инвестициям. Прекрасным примером инвестиций с высокой нормой прибыли служит выкуп долга Нигерии перед Парижским клубом в 2005–2006 годах. Этот выкуп не толь-

Аспекты региональной интеграции, связанные с экономической географией

Региональная интеграция при правильной постановке дела содействует подключению развивающихся стран к мировым рынкам

Контейнерное судно у побережья Бразилии.

Уве Дайхманн и Индермит Гилл

В УСЛОВИЯХ неопределенности относительно итогов раунда переговоров в Дохе наблюдается быстрое увеличение числа двусторонних и региональных торговых соглашений. Этот процесс привел к возобновлению давних споров в сфере международных экономических отношений между теми, кто выступает за глобальные торговые соглашения, и теми, кто отдает предпочтение региональным подходам. Но во многих отношениях эта дискуссия неправомерна, особенно для самых малых и наиболее бедных стран, находящихся в наиболее неблагоприятном географическом положении, таких как страны Африки и Центральной Азии.

Одна из причин заключается в том, что участники часто плохо понимают различие между торговыми соглашениями и более общими механизмами интеграции. Региональная интеграция включает множество мер, которые повышают конкурентоспособность участвующих стран, а не только обеспечивают доступ к преференциальной торговле. Вторая причина состоит в том, что дискуссия часто подразумевает ложный выбор между региональной или глобальной интеграцией. Необходимы оба вида интеграции, поскольку они содействуют различным целям. Региональная интеграция помогает малым и расположенным далеко от торговых путей странам наращивать потенциал производства в рамках региональных производственных систем. Это, в свою очередь, позволяет этим странам выходить на мировые рынки.

Для того чтобы понять, почему эти различия имеют значение для экономической политики, в последнем «Докладе о мировом развитии» (ДМР) Всемирного банка, озаглавленном «Новый взгляд на экономическую географию», анализируются изменения торговли с точки зрения экономической географии (см. вставку). Развитие сопровождается отраслевой трансформацией, переходом от сельского хозяйства к промышленности и услугам. В докладе утверждается, что развивающиеся страны должны также проводить пространственные преобразования, то есть создать возможность для географического распределения экономической активности внутри страны и между странами. Важнейшим элементом этих преобразований является региональная интеграция. Для того чтобы стратегия региональной интеграции была эффективной, она должна учитывать экономическую географию (прежде всего, размеры, место и открытость к взаимодействию с основными рынками) в каждой части мира.

Рассмотрение непредвиденных последствий снижающихся транспортных издержек в XX веке позволяет проиллюстрировать роль экономической географии и международном развитии. В 1910 году британский экспорт распределялся среди стран Европы, Азии и других регионов практически равномерно. Но к 1990-м года 60 процентов британского экспорта направлялось в Европу, и лишь 11 процентов в Азию. Стандартная экономическая теория предсказывала бы, что благодаря совершенствованию и удешевлению транспорта торговля с отдаленными территориями должна увеличиваться. Но вместо этого торговля расширилась между соседями.

Географические преобразования

Страны добиваются успеха, когда они содействуют преобразованиям согласно параметрам экономической географии: повышение плотности по мере роста городов, сокращение длины поездок по мере того, как работники и предприятия приближаются к районам большей плотности, и уменьшение разделяющих факторов по мере того, как страны снижают барьеры на экономических границах и выходят на мировые рынки, с тем чтобы воспользоваться преимуществами масштабов и торговли специализированной продукцией. В ДМР делается вывод, что преобразования по этим трем параметрам (плотность, расстояние и разделение) являются крайне необходимыми и должны поощряться.

Но эти преобразования сопровождаются несбалансированным ростом. Сейчас в трущобах проживает один миллиард людей, но быстрое переселение в города продолжается. Миллиард людей живет в отсталых районах развивающихся стран, вдалеке от многих благ глобализации. Среди «беднейшего миллиарда» мира сохраняется высокий уровень бедности и смертности, он остается без доступа к глобальным рынкам, тогда как благосостояние и продолжительность жизни других людей растут. Обеспокоенность положением этих трех пересекающихся миллиардов подчеркивает потребность в пространственно сбалансированном росте.

Но мы приходим к выводу, что хотя экономический рост является несбалансированным, развитие может при этом охватывать всех людей. Даже те, кто начинают свою жизнь вдалеке от плотной экономической активности, могут выиграть от растущей концентрации богатства. Для того чтобы рост был быстрым и распространялся на широкие слои населения, правительства должны содействовать экономической интеграции на всех географических уровнях, используя надлежащее сочетание инструментов — институтов, действующих независимо от местности, инфраструктуры, соединяющей различные районы, и стимулов, учитывающих географию.

Объяснения, почерпнутые из новой теории экономической географии и международной торговли, за которую Пол Кругман получил Нобелевскую премию по экономике 2008 года, пролили свет на эту загадку. Первая волна глобализации в XIX веке привела к увеличению торговли на основе сравнительных преимуществ. Страны обменивались товарами, которые они не могли производить сами. Поэтому Европа поставляла оборудование в обмен на бананы из Центральной Америки или специи из Южной Азии. Но в XX веке транспортные издержки снизились настолько, что даже торговля схожими товарами или частями и компонентами приобрела экономический смысл. Поэтому страны обменивались различными сортами пива или частями автомашин и компьютеров. Это благоприятствовало торговле между обладающими схожими ресурсами странами, которые часто расположены рядом друг с другом. Такое взаимодействие между снижением транспортных издержек и меняющимся характером торговли привело к концентрации экономической массы на ведущих мировых рынках. Опыт успешно развивавшихся стран позволяет извлечь уроки для сегодняшних развивающихся регионов.

Новые методы перевозок

После окончания Второй мировой войны транспортные издержки существенно снизились. По некоторым оценкам, они составляют половину от уровня 1970 года. А транспортные «трения» (доля транспортных издержек в общей стоимости отгруженных товаров) уменьшились еще больше, поскольку соотношение стоимости участвующих в торговле товаров и их веса увеличилось. В случае тех видов транспорта, где снижение издержек и трений было меньшим, значительно повысились качество и скорость. Например, использование грузовых контейнеров ликвидирует дорогостоящую и продолжительную перегрузку, и все больше и больше грузов отправляется воздушным транспортом.

Но эти издержки равномерно снизились не везде. Экономия на транспорте, обусловленная масштабами, например, гигантские контейнерные суда, бороздящие моря на выгодных маршрутах между Северо-Восточной Азией и Северной Америкой, означают, что более низкие издержки приведут к расширению торговли, которая еще больше снизит издержки. Большая часть развивающихся стран осталась в стороне от этого нарастающего и благотворного процесса, поскольку они не обладают производством в достаточном масштабе и инфраструктурой для привлечения более дешевых транспортных услуг.

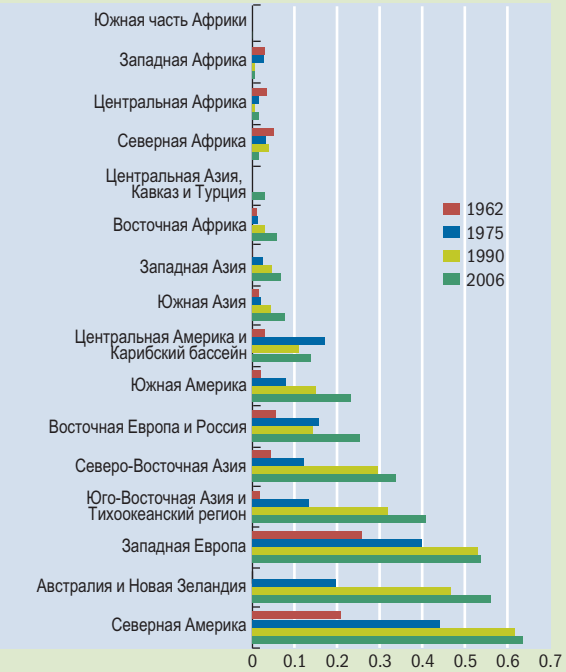
Там, где транспортные издержки снизились, фирмы увеличили масштабы производства и специализацию. Важнейшим фактором и основным детерминантом роста в развивающихся регионах является внутриотраслевая торговля, в основном частями и компонентами. Этот вид торговли более чувствителен к транспортным издержкам, чем торговля сырьем и конечными продуктами. На крупнейших рынках мира: в Северной Америке, Западной Европе и Восточной Азии — внутриотраслевая торговля составляет высокую и растущую долю совокупной торговли (см. рисунок). Все более продвинутые сети покупателей и поставщиков в ведущих регионах мира являются одной из основных особенностей глобализации. Покупатели конечных продуктов могут быть в любом месте, но поставщики промежуточной продукции обычно расположены рядом. Растущая специализация увеличивает торговлю, создавая возможности даже для некоторых малых стран. Например, Камбоджа, вероятно, не может собирать компьютеры или автомобили, но может производить кабель или провода, которые будут использоваться на сборочных конвейерах в Китая. Благодаря этой «вертикальной разбивке» производства, ставшей возможной из-за снижающихся транспортных издержек, экономический рост и благосостояние распространяются внутри развивающихся регионов.

Недавний опыт Восточной Азии можно объяснить специализацией после снижения транспортных издержек, но в других частях света этого не происходило. Особенно в Африке отдельные страны часто слишком малы и не могут обеспечить достаточные масштабы и потенциал для привлечения инвестиций в трудоемкую обрабатывающую промышленность, которая до сих пор является наиболее важной дорогой к среднему уровню доходов. В этих регионах между странами сохраняются существенные различия. Границы в Африке в значительной мере менее проницаемы, чем в Западной Европе. Эти разделения препятствуют благоприятному взаимодействию и объединению ресурсов, которые позволяют появиться региональным источникам роста, например, в удобных прибрежных районах. Поэтому вторичные эффекты роста, являющиеся одним из главных фактов развития в ведущих регионах мира, в таких регионах, как Африка, практически отсутствуют. Если бы Швейцария испытывала незначительные вторичные эффекты соседей, которые испытывает Центральноафриканская Республика с 1970 года по 2000 год, ее ВВП был бы меньше на 334 млрд долларов. Темпы роста Камбоджи, если она находилась бы не в Восточной Азии, а в Восточной Африке, были бы значительно ниже.

Концентрация торговли

Внутриотраслевая торговля достигает наибольшей величины в развитых странах, но в Африке и Центральной Азии, на Кавказе и в Турции близка к нулю.

(Индекс Грубеля-Ллойда для внутрирегиональной торговли)



Источник: Brülhart (2008).

Примечание. Индекс Грубеля-Ллойда представляет собой долю совокупной торговли, которая приходится на внутриотраслевую торговлю. Данные по южной части Африки, Центральной Азии, Кавказу и Турции, а также Австралии и Новой Зеландии являются неполными или отсутствуют.

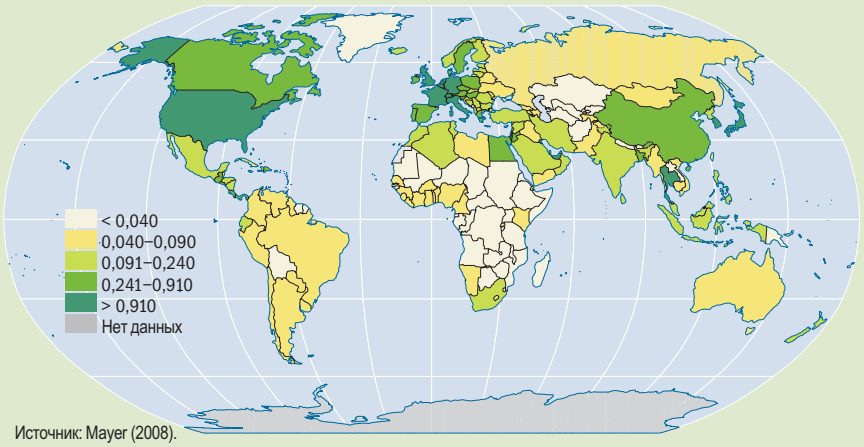
Близкие друзья

Как бедные, малые и отдаленные страны могут воспользоваться теми же силами, которые преобразовали Восточную Азию? По отдельности большинство стран в отстающих регионах не имеет необходимого числа квалифицированных работников, местных финансовых возможностей или способности обеспечивать группы поставщиков и комплементарные услуги.

Клуб для избранных

Близость к процветающим районам формирует перспективы развития.

(Реальный доступ к рынку относительно США, индекс, 2003 год)



Источник: Mayer (2008).

Победители без границ

Стратегии эффективной региональной интеграции не являются едиными для всех регионов мира. География определяет перспективы развития и подсказывает, какие потребуются инструменты. Общей проблемой является раздробленность — наличие слабопроницаемых экономических границ. Различия связаны с экономической плотностью в рамках региона и расстоянием до крупных мировых рынков (см. карту).

Регионы, близкие к основным мировым рынкам. Странам в регионах, близких к мировым рынкам таких как Центральная Америка и Карибский бассейн, Северная Африка и Восточная Европа, осуществлять интеграцию относительно легко. Общие *институты* могут помочь этим странам стать частью крупных, более продвинутых рынков.

Удаленные от мировых рынков регионы с крупными странами. Страны в регионах, которые географически удалены от основных мировых рынков, но имеют свои крупные рынки, такие как Индия, Китай, Южная Африка и Бразилия, везде являются привлекательными для инвесторов. Надлежащие институты и региональная *инфраструктура* могут помочь им выйти на эти рынки. Примерами таких регионов являются Восточная Азия, и во все большей мере — Южная Азия. Но южная часть Африки и Южная Америка могут также интегрироваться в мировую экономику, увеличивая свои внутренние рынки и повышая специализацию с помощью региональных институтов и инфраструктуры. Для самых малых стран региональная инфраструктура является особенно важной, с тем чтобы сократить расстояние до крупных соседних стран, и использовать этих соседей как канал для выхода на мировые рынки.

Удаленные от мировых рынков регионы с малыми странами. Международная интеграция сложнее всего дается странам в регионах, которые являются разделенными, удаленными и не обладают экономической плотностью крупной местной экономики. Это — регионы, которые в работе Collier (2007) называются «беднейшим миллиардом» — Восточная, Центральная и Западная Африка; Центральная Азия; острова Тихого океана. Для этих регионов необходимы все три вида инструментов — региональные институты, которые помогают уменьшить препятствия, создаваемые границами, региональная инфраструктура, соединяющая страны, и *стимулы*, такие как преференциальный доступ к мировым рынкам с либерализованными правилами происхождения, увеличение помощи для оказания социальных услуг в отстающих странах, создающих широко применимые навыки, расширение поддержки инфраструктуры в прибрежных странах для улучшения доступа к рынкам. Стимулы можно обусловить гарантиями того, что все страна будут прилагать усилия для укрепления региональной интеграции.

Большее понимание аспектов развития, связанных с экономической географией, может помочь в выработке ответных мер, точно соответствующих существующим проблемам международной интеграции. ■

Важнейшей предпосылкой преодоления этих ограничений является региональная интеграция. Цель заключается в том, чтобы увеличить производственный потенциал стран в регионе, обеспечив региональные общественные блага и использовав преимущества специализации.

Региональная интеграция означает нечто большее, чем преференциальная торговля между соседями. Она включает ряд шагов, которые могут быть предприняты на пути к полной глобальной интеграции, от инвестиций в региональную инфраструктуру до либерализации региональных рынков труда. Можно выделить три важнейших принципа.

Начинать с малого. Региональная интеграция может вначале быть направлена на преодоление узких мест в сотрудничестве, где затраты и выгоды ясно определены. Сегодняшний Европейский союз начинался с соглашения по углю и стали в шести странах.

Мыслить глобально. Региональная интеграция не должна создавать острова. Она должна помогать странам получать доступ к мировым рынкам, который они не могли получить самостоятельно. Более крупные страны могут выбирать между односторонней глобальной интеграцией и региональной интеграцией. Но малые, бедные или не имеющие выхода к морю страны нуждаются в одной интеграции, чтобы достичь другой. Например, совместные региональные объекты инфраструктуры, такие как транспортные коридоры, дают странам доступ к ранее недостижимым мировым рынкам.

Поддерживать находящихся в менее благоприятном положении. Концентрация экономической активности, которая следует за региональной интеграцией, когда фирмы специализируются и увеличивают масштабы производства в меньшем количестве мест, является неизбежной и даже желательной частью процесса развития. Но она означает, что некоторые районы выиграют больше, чем другие, по крайней мере на первоначальном этапе. По мере миграции людей в ведущие регионы они распространяют блага, переводя средства в страны происхождения. Но в дополнение к этому могут потребоваться механизмы прямой компенсации для обеспечения доступа к социальным услугам и базовой инфраструктуре в отстающих регионах. Потоки помощи будут играть большую роль в поддержке отстающих, равно как и местные усилия в этой области. Западноафриканский экономический и валютный союз в 2000 году принял единый общий тариф с распределением поступлений. Две богатейших страны, Кот-Д'Ивуар и Сенегал, собирали 60 процентов таможенных доходов, но оставляли себе лишь 12 процентов.

Уве Дайхманн возглавляет подразделение по пространственному анализу в Группе по исследованиям вопросов развития, а Индермит Гилл является главным экономистом по региону Европы и Центральной Азии во Всемирном банке. Гилл возглавлял группу, которая подготовила Доклад о мировом развитии 2009 года.

Что такое валовой внутренний продукт?

Тим Каллен

СОКРАЩЕНИЯ широко используются во многих профессиях. Для врачей, бухгалтеров и игроков в бейсбол буквосочетания МРТ (магнитно-резонансная томография), ОПБУ (общепринятые принципы бухгалтерского учета) и СЗП (среднее число засчитанных пробежек), соответственно, не требуют объяснений. Однако для того, кто не знаком с этими областями, такие сокращения без разъяснения становятся камнем преткновения, мешающим лучше понять рассматриваемый вопрос.

То же справедливо и для экономики. Экономисты используют множество сокращений. Одно из наиболее распространенных — ВВП, что означает валовой внутренний продукт. Этот показатель часто упоминается в газетах, в сводках теленовостей и в докладах правительств, центральных банков и деловых кругов. Он широко используется в качестве точки отсчета при оценке состояния национальной и глобальной экономики. Когда ВВП возрастает, особенно если при этом не возникает проблемы инфляции, у работников и фирм дела обычно идут лучше, чем когда он не возрастает.

Измерение ВВП

ВВП служит для измерения денежной стоимости конечной продукции и услуг —то есть тех, которые покупаются конечным потребителем, — произведенных в стране за данный период времени (например, квартал или год). В нем учитывается весь выпуск продукции, созданной внутри страны. ВВП состоит из товаров и услуг, произведенных для продажи на рынке, и включает также некоторые виды нерыночной продукции, например, услуги в области обороны или образования, оказываемые государством. Альтернативная концепция, валовой национальный продукт, или ВНП, позволяет учитывать всю продукцию, произведенную резидентами страны. Таким образом, если компания, принадлежащая владельцу в Германии, имеет предприятие в США, выпуск продукции этой компании будет включаться в ВВП США, но в ВНП Германии.

В ВВП учитывается не вся производственная деятельность. Например, в него не включается неоплачиваемая работа (например, выполняемая на дому или на добровольной основе) и операции черного рынка, так как эти виды деятельности с трудом поддаются точному измерению и стоимостной оценке. Это означает, к примеру, что пекарь, который производит батон хлеба для покупателя, вносит вклад в ВВП, но если бы он испек тот же батон для своей семьи, это не учитывалось бы в ВВП.

Кроме того, в «валовом» внутреннем продукте учитывается износ оборудования, зданий и т.д. (так называемых основных фондов), которые используются при производстве продукции. Если этот износ основных фондов, называемый амортизацией, вычесть из ВВП, мы получим чистый внутренний продукт.

Теоретически ВВП можно рассматривать тремя различными способами:

- ***Метод производства*** предполагает суммирование «добавленной стоимости» на каждой стадии производства, где добавленная стоимость определяется как общий объем продаж минус стоимость промежуточных вводимых ресурсов в производственном процессе. Например, мука — это промежуточный вводимый ресурс, а хлеб — конечная продукция, или же услуги архитектора — промежуточный вводимый ресурс, а здание — конечная продукция.
- ***Метод расходов*** заключается в сложении стоимости покупок, совершаемых конечными пользователями, таких как потребление продуктов питания, телевизоров и медицинских услуг домашними хозяйствами; инвестиции в машины и оборудование, производимые компаниями; и покупки товаров и услуг правительством и иностранцами.
- ***Метод доходов*** предполагает суммирование доходов, создаваемых в ходе производства, например, оплаты труда, получаемой работниками, и операционной прибыли компаний (которая приблизительно равна объему продаж за вычетом себестоимости).

ВВП страны обычно рассчитывается национальным статистическим учреждением, которое составляет эту информацию, используя большое число источников. Однако при проведении расчетов большинство стран следуют установленным международным стандартам. Международные стандарты для измерения ВВП содержатся в Системе национальных счетов 1993 года, разработанной Международным Валютным Фондом, Европейской комиссией, Организацией экономического сотрудничества и развития, Организацией Объединенных Наций и Всемирным банком.

Реальный ВВП

Один из фактов, которые люди хотят знать об экономике, увеличивается или уменьшается ли общий объем производства

товаров и услуг. Но из-за того, что данные о ВВП собираются по текущим, или номинальным, ценам, нельзя сопоставить два периода, не сделав поправку на инфляцию. Для того чтобы определить «реальный» ВВП, необходимо скорректировать его номинальную стоимость для учета изменений цен, что позволяет нам увидеть, увеличилась ли стоимость выпуска продукции благодаря увеличению производства или же просто из-за повышения цен. Для корректировки ВВП с переходом от номинальных цен к постоянным используется статистический инструмент, называемый дефлятором цен.

ВВП важен потому, что он дает информацию о размере экономики и о результатах ее функционирования. Темп роста реального ВВП часто используется как показатель общего состояния экономики. В широком плане увеличение реального ВВП воспринимается как признак того, что экономика работает хорошо. При устойчивом росте реального ВВП занятость, как правило, растет, так как компании нанимают больше работников на свои предприятия, и у людей становится больше денег. В настоящее время ситуация противоположна, что вызывает озабоченность. После ряда лет исключительно высокого роста реального ВВП многие страны испытывают замедление конъюнктуры, причем в ряде промышленно развитых стран, согласно оценкам, в течение последних кварталов реальный ВВП сократился. Но темп роста реального ВВП проходит через циклические колебания с течением времени. Экономика иногда находится в стадии подъема, а иногда в стадии медленного роста или даже рецессии (последнее иногда определяется как два следующих один за другим квартала, в течение которых объем производства сокращается). Например, в США за период между 1950 и 2007 годом наблюдалось шесть рецессий различной продолжительности и глубины (см. рисунок). Даты экономических циклов в США определяет Национальное бюро экономических исследований.

Сопоставление ВВП двух стран

ВВП измеряется в денежных единицах рассматриваемой страны. Это требует корректировки, если необходимо сравнить стоимость объема производства в двух странах, использующих различные валюты. Обычный способ состоит в том, чтобы перевести стоимость ВВП каждой страны в доллары США и затем сравнить их. Перевод в доллары может производиться либо с использованием рыночных обменных курсов — тех, которые действуют на валютном рынке, — либо обменных курсов на основе паритета покупательной способности (ППС). Обменный курс на основе ППС представляет собой курс, по которому требовалось бы перевести валюту одной страны в валюту другой для покупки одно и того же количества товаров и услуг в каждой стране (см. «Возвращение к основам» в мартовском выпуске «Финансы & развитие», 2007 год). В странах с формирующимся рынком и развивающихся странах существует большой разрыв между рыночным обменным курсом и обменным курсом на основе ППС. В большинстве таких стран отношение рыночного обменного курса и обменного курса на основе ППС в долларах США находится в интервале между 2 и 4. Это связано с тем, что невнешнеторговые товары и услуги, как правило, дешевле в странах с низкими доходами, чем в странах с высокими доходами, — например, сделать стрижку в Нью-Йорке стоит дороже, чем в Бишкеке, — даже если стоимость производства внешнеторговых товаров, таких как машины, одинакова в этих двух странах. В странах с развитой экономикой рыночные обменные курсы и обменные курсы на основе ППС, как правило, значительно ближе. Такие различия означают, что страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны имеют больший ВВП при оценке в долларах США, если применяется обменный курс на основе ППС.

МВФ публикует множество данных по ВВП на своем вебсайте (www.imf.org). Международные организации, такие как ВВП, также рассчитывают глобальные и региональные показатели роста реального ВВП. Это дает представление о том, насколько быстро или медленно растет мировая экономика или экономика стран конкретного региона мира. Агрегированные показатели составляются в виде средневзвешенных значений ВВП в отдельных странах, причем веса отражают долю каждой страны в группе (для определения соответствующих весов используются обменные курсы на основе ППС). Так, например, в последнем издании «Перспективы развития мировой экономики» МВФ прогнозируется, что глобальный реальный ВВП возрастет на 2,2 процента в 2009 году, снизившись с 3,7 процента в текущем году (и 5 процентов в 2007 году). Если прогноз осуществится, это будет самым медленным темпом глобального роста со времен Второй мировой войны.

Что не показывает ВВП

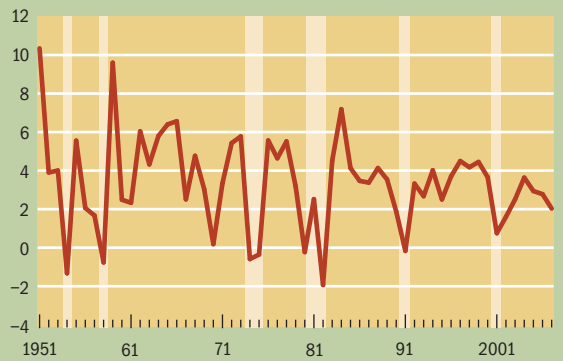
Важно также понимать, какую информацию не может дать ВВП. ВВП не является мерой общего уровня жизни страны. Хотя изменения в объеме производства товаров и услуг в расчете на одного человека (ВВП на душу населения) часто используется как мера большего или меньшего благосостояния среднего жителя страны, он не отражает аспекты, которые могут считаться важными для общего благосостояния. Так, например, увеличение объема производства может происходить за счет ущерба для окружающей среды или других внешних издержек, таких как шум. Или же оно может быть связано с сокращением свободного времени или истощением невозобновляемых природных ресурсов. Качество жизни может также зависеть от распределения ВВП между резидентами страны, а не только от его общего уровня. Чтобы учесть подобные факторы, Организация Объединенных Наций рассчитывает индекс человеческого развития, который ранжирует страны не только на основе ВВП на душу населения, но и на основе других факторов, таких как средняя продолжительность жизни, грамотность и охват школьным обучением. Делаются и другие попытки преодолеть некоторые из недостатков ВВП, например, при помощи индекса истинного прогресса или индекса валового национального счастья, но эти показатели также подвергаются критике. ■

Тим Каллен — начальник отдела в Департаменте стран Ближнего Востока и Центральной Азии МВФ.

Рост и разрывы

С 1950 года объем производства в экономике США, измеренный по валовому внутреннему продукту с поправкой на инфляцию, в основном возрастал, за исключением шести периодов рецессий различной продолжительности и глубины.

(Годовое изменение реального ВВП, в процентах)



Источник: МВФ, база данных издания «Перспективы развития мировой экономики».
Примечание. Области, заштрихованные светлым тоном, представляют рецессии — периоды сокращения объема производства. Сроки рецессий определяются частной организацией — Национальным бюро экономических исследований.

Преодоление средних показателей в арабском мире

Marcus Noland and Howard Pack

The Arab Economies in a Changing World

Peterson Institute for International Economics, Washington, D.C., 2007, 350 pp., $24.95 (paper).

В книге "*The Arab Economies in a Changing World*" *(«Экономика арабских стран в меняющемся мире»)* Маркус Ноланд и Ховард Пек изучают экономические результаты и перспективы 10 арабских стран: Алжира, Египта, Иордании, Йеменской Республики, Кувейта, Ливана, Марокко, Саудовской Аравии, Сирийской Арабской Республики и Туниса. Исходная посылка предусматривает, что принадлежность к арабскому миру обеспечивает существенную степень однородности для сравнения экономических показателей и перспектив. Будучи автором книги, написанной в 1976 году по этому региону, который простирается от Марокко до Исламской Республики Иран, я могу сказать, что «арабский» регион характеризуется малой однородностью. В 1997 году я пришел к такому же выводу в отношении шести стран Совета по сотрудничеству стран Персидского залива (ССЗ). Эти страны не обладали однородностью, на которую я надеялся (вряд ли можно сравнить Саудовскую Аравию и Бахрейн). Позднее, в 2006 году, я считал, что, может быть, экспортеры нефти из Персидского залива имели наилучший показатель однородности, но даже в этом случае присутствовали свои ограничения. Ноланд и Пек негласно приходят к аналогичному выводу, что рассматриваемые страны являются слишком разнообразными и не позволяют сделать четких обобщений.

Арчана Кумар — редактор Книжного обозрения.

Важнейшие выводы

Основные выводы этой книги заключаются в том, что 1) хотя большинство этих стран по социальным показателям достигло существенных успехов, их экономические результаты являются средними; 2) такие экономические результаты имеют различные причины; 3) факторами, содействующими относительно низким показателям, являются некачественные институты (высокий уровень коррупции, отсутствие трансграничной интеграции, ограниченное применение технологии и инноваций, образование и повышение квалификации ниже среднего и так далее), авторитарное правление, политическая неопределенность и крупный государственный сектор; 4) в случае нефтеэкспортеров нефть создает особые возможности и ловушки. В своем резюме авторы делают вывод, что «вопрос заключается не в масштабах прошлых достижений, … а в том, являются ли существующие экономические и политические модели . . . достаточными для успешного удовлетворения потребностей в создании рабочих мест, вызванных демографией. … Ответ почти бесспорно отрицательный».

Их анализ носит вдумчивый характер и имеет большое значение, но при этом у меня есть некоторые разногласия с авторами. Например, авторы недооценивают значение коэффициента участия женщин в рабочей силе для будущей безработицы. Кроме того, из-за разнообразия стран Ноланд и Пек упускают то обстоятельство, что в 1975–2004 годах результаты экспортеров нефти из Персидского залива были ниже средних, а не средними.

Досадные упущения

В оценке причин средних экономических результатов Ноланд и Пек не выделяют роль конфликтов и войн. Ирак, Ливан, Кувейт, Алжир, Египет, Сирийская Арабская Республика и Иордания — все эти страны заплатили большую цену, а ряд стран ССЗ оплачивает отдельные счета по военным расходам.

Авторы также игнорируют негативную роль внешних сил, будь то поддерживающих диктаторов, изоляцию стран, санкции, «навязывание» сложной военной техники или просто политику «разделяй и властвуй». Авторы утверждают: «В силу необычно долгосрочного стабильного характера арабских политических режимов это наследие (то есть, авторитарность), по-видимому, сохранялось в регионе значительно дольше, чем аналогичные тенденции в других регионах». Но они не говорят почему. «Спорные вопросы носят принципиально «внутренний» характер. В этой ситуации международное сообщество мало что может сделать». Ответ заключается в том, что иностранные державы должны разделить часть вины за авторитарное правление и так называемые внутренние проблемы в ряде стран региона.

Наконец, хотя авторы в различных местах утверждают, что ислам не является фактором экономических результатов этих стран, они, видимо, также подстраховываются: «Возможно, что негативная интерпретация исторического наследия ислама, рассмотренная ранее, является правильной, но конвергенция институтов, мер политики и поведения была достаточной для смягчения этих эффектов в современном мире». Они цитируют только одну группу комментаторов, не предлагая для уравновешенности точки зрения других, которые считают, что ислам четко выделяет значение экономического процветания и экономической справедливости для мусульманского общества.

«Хотя большинство этих стран по социальным показателям достигло существенных успехов, их экономические результаты являются средними».

Хоссейн Аскари,
профессор из Ирана
по международному бизнесу
и международным отношениям,
Университет Джорджа Вашингтона

Друзья или враги?

Bill Emmott

Rivals

How the Power Struggle Between China, India and Japan Will Shape Our Next Decade

Harcourt, 2008, 352 pp. $26 (cloth).

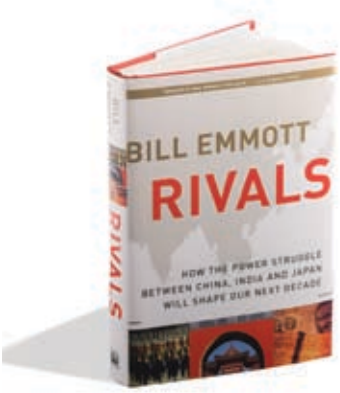
В течение 13 лет Билл Эммотт трудился на посту главного редактора журнала *The Economist.* Эту высокую должность он получил после работы корреспондентом журнала в Токио, где он находился в 1980-е годы. В то время экономический подъем Японии вызывал в США и других странах опасения, что Япония решила переделать мир по своему образу и подобию. Но в 1989 году Эммотт написал книгу, которая противоречила существовавшим тогда настроениям, "*The Sun Also Sets: The Limits to Japan's Economic Power*" («И заходит солнце: пределы экономической мощи Японии»), в которой прогнозировал, что экономический рост страны вряд ли продолжится в 1990-е годы.

Благодаря своим точным предсказаниям, Эммотт участвует в дискуссии об Азии, обладая достаточным кредитом доверия. Его уход из журнала *The Economist* в 2006 году позволил ему вернуться к публицистике и в книге "*Rivals: How the Power Struggle Between China, India and Japan Will Shape Our Next Decade*" («Соперники. Как борьба за влияние между Индией, Китаем и Японией будет определять следующее десятилетие») он опубликовал новую серию поучительных наблюдений. В книге освещается много нюансов и мало изобилующего клише бодрячества, она представляет собой полезный и понятный вклад в (часто напыщенную) дискуссию об экономическом и политическом будущем Азии.

Кто прав?

Эммотт начинает с вывода о том, что Азия никогда не была регионом, в котором существовали три мощные державы одновременно, и таким образом, для будущего континента важнейшим будет вопрос о том, насколько хорошо они смогут наладить политические и экономические отношения друг с другом. В книге цитируется старшее должностное лицо из Министерства иностранных дел Индии, которое высказывает точку зрения относительны игры с нулевой суммой: «Вы должны понять одну вещь», — сказал чиновник, «обе наши страны [Индия и Китай] считают, что нам принадлежит будущее. Но мы не можем быть правы одновременно».

Жалобы Китая на поведение Японии во Второй мировой войне остаются открытой раной, при этом многие китайцы обвиняют японцев в отсутствии раскаяния за военные преступления. Китай до сих пор претендует на индийский штат Арунахал Прадеш (что привело к войне 1962 года), тогда как Индия утверждает, что она является



законным собственником отдаленного участка Гималаев, который сегодня принадлежит Китаю.

В этих условиях решение Китая об увеличении военных расходов на 18 процентов в год и решение Индии повысить свои расходы на 8 процентов (подписав также пакт об атомной энергетике с США) представляются зловещими. Даже Япония, хотя она ограничена в том, что она может сделать для укрепления армии, подписала в прошлом году декларацию о безопасности с Австралией, Токио впервые заключил такое соглашение после подписания мирного договора с США в 1952 году.

Связывающие узы

Отрадная новость состоит в том, что эти три страны сейчас объединяются процессом экономической интеграции. Например, в июле 2008 года Япония экспортировала в Китай больше товаров, чем в США, это случилось впервые. Пока сохраняются высокие темпы роста (по крайней мере в Индии и Китае), эта интеграция должна углубляться, объединив Азию в беспрецедентной степени со времен завоеваний Чингисхана.

Но будет ли интеграция продолжаться? Это зависит от способности каждой страны проводить реформы, которые служат катализатором для экономического роста.

Например, рынки капитала в Китае изобилуют недостатками. Более того, заместитель председателя Всекитайского собрания народных представителей в прошлом году заявил, что 70 процентов компаний, акции которых обращаются на бирже, ничего не стоят и должны быть удалены из регистрационного списка.

Экономику Индии все еще сдерживает множество мер регулирования, удушающие деловую активность (она занимает лишь 134-ое место по рейтингу в рамках проекта Всемирного банка «Ведение бизнеса»). Инфраструктура страны и неэффективная система управления угрожают инвестициям и экономическому росту.

Экономика Японии по-прежнему обременена широко распространенными элементами неэффективности, и индекс Nikkei недавно упал до самого низкого уровня с 1982 года. В 1998 году, будучи редактором журнала *The Economist*, Эммотт опубликовал передовую статью под заголовком «Удивительная способность Японии разочаровывать». Этот заголовок по-прежнему применим сегодня.

Установление мира

Эммотт завершает книгу рядом рекомендаций для преодоления соперничества трех стран. Они охватывают инициативы в отношении безопасности (убедить Индию подписать Договор о нераспространении ядерного оружия), окружающей среды (сокращение выбросов и увеличение инвестиций в «чистую» энергию) и дипломатии (стимулирование поддержки США Восточно-азиатского саммита, начатого в 2005 году, поскольку это единственный региональный орган, включающий Индию, Китай и Японию). С учетом прошлого успеха Эммотта на почве прогнозирования представляется любопытным упущением отсутствие заявления о своих ожиданиях: станут ли три страны соперниками, склонными к саморазрушению, или союзниками, работающими на благо друг друга.

Но он справедливо отмечает, что отношения между тремя странами будут определяться поведением Китая. Успешное проведение Олимпийских игр в Пекине замечательным образом изменит имидж Китая, хотя на долгосрочную перспективу более значительными являются слова Дэна Сяопина, сказанные в ответ на вопрос о подходе Китая к управлению: «стабильность перевешивает все другое». Япония и Китай, равно как другие страны в Азии могут только надеяться, что это означает приверженность региональному партнерству, а также миру.

Мэтью Риз,
президент Geonomica

Цены в центре внимания

Robert J. Samuelson

The Great Inflation and Its Aftermath

The Past and Present of American Affluence

Random House, New York, 2008, 336 pp., $26 (cloth).

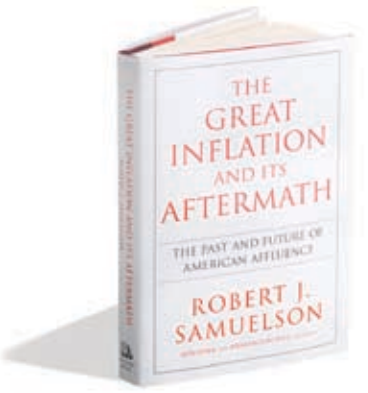
Федеральная резервная система США (ФРС) за свое 95-летнее существование допустила два серьезных промаха. ФРС усугубила Великую депрессию 1930-х годов, отказавшись влить ликвидность в мировую экономику, которая ее жаждала. А в 1970-е годы ФРС позволила развернуться Великой инфляции, не откачав ликвидность из мировой экономики, которая в ней утопала. Великая депрессия занимает важное место в общественном сознании, но Великая инфляция из памяти исчезла. Книга Роберта Самуэльсона представляет собой успешную попытку вернуть «утраченную историю» Великой инфляции, эпизода, который он считает «самым большим промахом *внутренней* (выделено автором книги) политики» правительства США за период после Второй мировой войны. Но эта книга намного больше, чем просто повествование о победе над инфляцией; она представляет собой одно из лучших изложений экономической истории США и мира после 1960 года.

Нескончаемый дождь

С 1960 по 1979 год темпы инфляции в США возросли с менее 1½ процента до почти 13½ процента в год. Повышения цен, пишет Самуэльсон, были «подобно непрекращающемуся дождю». В то время граждане США яростно протестовали против этого повышения темпов инфляции. В опросах общественного мнения того времени инфляция упоминалось как «более возмутительное явление», чем война во Вьетнаме или Уотергейтский скандал.

Самуэльсон утверждает, что то обстоятельство, что инфляции было позволено вырасти до двузначных цифр, имело разрушительные последствия для экономики США в 1970-е годы. Высокие темпы инфляции, «бесспорно, дестабилизировали экономику и привели к четырем рецессиям, каждая из которых была все более тяжелой». Высокая инфляция и сопровождавшие ее высокие и изменчивые процентные ставки сдерживали повышение жизненного уровня, снижая производительность труда, создавая застой на фондовом рынке и вызвав ряд долговых кризисов, затронувших «американских фермеров, ссудо-сберегательные ассоциации США и развивающиеся страны».

Был ли этот непрекращающийся дождь просто неудачным стечением обстоятельств? Нет, говорит Самуэльсон, он был «нежелательным последствием движимой лучшими намерениями политики, за которую ратовали некоторые из самых известных ученых-экономистов страны». В 1950-х годах и начале 1960-х экономисты стали считать, что между инфляцией и безработицей существовала стабильная обратная взаимосвязь, что означало, что безработицу можно снизить, допустив



некоторое повышение инфляции. ФРС была «главным соучастником» в запуске Великой инфляции. Все серьезные эпизоды инфляции связаны с чрезмерным количеством денег, охотящимся за слишком малым числом товаров, и наихудшая инфляция мирного времени в США возникла, пишет Самуэльсон, «потому что правительство, действуя через ФРС, выпустило слишком много денег».

Утро в Америке?

Как удалось снизить инфляцию с двузначных цифр в 1980 году до лишь 4 процентов к 1982 году? Самуэльсон утверждает, что это «было достижением в основном двух человек — Пола Волкера и Рональда Рейгана». Но меры, которые они должны были принять для обуздания инфляции, были суровыми. ФРС под руководством Председателя Волкера ужесточила предоставление ликвидности до такой степени, что это вызвало самый «тяжелый экономический спад» после Великой депрессии. Роль бывшего Президента США Рейгана заключалась в том, что он позволил ФРС проводить эту политику «достаточно долго для изменения инфляционной психологии». Даже сегодня, как утверждает Самуэльсон, социальные издержки потрясений, пережитых экономикой США в период 1980–1982 годов в интересах снижения инфляции, «представляются ужасными».

Самуэльсон считает, что обуздание инфляции положило начало «процветанию в течение прошлой четверти века», что устранило большинство негативных последствий темпов инфляции, которой было позволено вырасти до двузначных цифр. Эти годы характеризовались ростом дохода в США, который опережал рост других развитых стран; энергичным предпринимательством, которое проявилось в создании таких компаний, как Microsoft, а также возросшим доверием к доллару США. Эта энергичность помогла преобразовать международные финансы путем содействия резкому увеличению трансграничных потоков капитала.

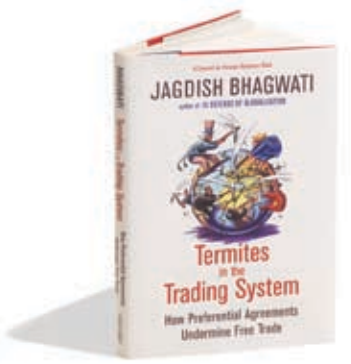
Вновь хмурое небо

Никакой успех невозможен без каких-либо недостатков и не может продолжаться вечно. Самуэльсон признает, что 25-летний период хороших экономических результатов имел свои недостатки и сейчас, возможно, подходит к концу. Годы, последовавшие за обузданием инфляции, характеризовались экономическим ростом, но «в обществе присутствовали более жесткие контрасты и оно вернулось к агрессивному существованию более ориентированной на рынок экономики». Продолжительное процветание — непрерывный рост при лишь двух мягких рецессиях — помогло «породить самодовольство и беззаботность» относительно последствий растущей сложности международных финансов, кульминацией которых стали текущие потрясения.

Самуэльсон утверждает, что для того чтобы восстановить процветание последних десятилетий, необходимо лучше понять связи между финансовой системой и остальной экономикой, которые со временем стали «более значительными и менее предсказуемыми». Предстоит усвоить новые уроки, но в то же время Самуэльсон настаивает на том, чтобы не забыть о выводах из опыта обуздания инфляции: «Урок Великой инфляции состоит в том, что инфляцию следует подавлять в зародыше: чем дольше мы ждем, тем тяжелее становится».

Пракаш Лунгани,
советник Исследовательского департамента МВФ

Страстный голос



Jagdish Bhagwati

Termites in the Trading System

How Preferential Trade Agreements Undermine Free Trade

A Council on Foreign Relations book, Oxford University Press, 2008, 160 pp., $24.95 (cloth).

В ответ на вызов математика Станислава Улама назвать одно утверждение из всех общественных наук, которое было бы истинным и нетривиальным, Пол Самуэльсон, бесспорный гигант экономической науки XX века, предложил принцип сравнительных преимуществ: «Математику нет необходимости доказывать его логическую правильность, а о его нетривиальности свидетельствуют тысячи видных и умных людей, которые так и не смогли ни сами понять доктрину, ни поверить в нее после того, как мы ее им объяснили». Как мог бы указать Джагдиш Бхагвати, гигант теории международных экономических отношений XX века и автор книги "*Termites in the Trading System*" («Термиты в системе торговли»), тысячи видных и умных людей не лучше разобрались в различии между свободной торговлей и зонами свободной торговли (торговые соглашения между группой стран, более точно охарактеризованные ниже), хотя это различие также следует из небольшой группы аксиом, и его непонимание угрожает мировой торговой системе.

Бхагвати привлекает внимание видных и умных людей к этому различию и его значению длительное время, как в своих научных работах, так и в доступных материалах в популярной прессе. В начале 1990-х годов, когда недавнее смещение в сторону соглашений о преференциальной торговле (СПТ) только началось, он один высказал предостережение о фрагментации торговой системы (см. его статью 1993 года «Общий обзор региональных и многосторонних подходов» ("Regionalism and Multilateralism: An Overview") в работе «Новые аспекты регионального подхода» (*New Dimensions in Regionalism*, edited by Jaime DeMelo and Arvind Panagariya, New York: Cambridge University Press). Сейчас, когда преференциальных соглашений насчитываются сотни, и пропорционально растет сложность правил, регулирующих потоки товаров и услуг в эти страны, предостережение Бхагвати представляется особенно провидческим.

Хотя Генеральное соглашение по тарифам и торговле (ГАТТ), созданное в 1948 году, предусматривало недискриминацию между странами-членами как один из важнейших принципов, оно санкционировало (посредством статьи XXIV) исключения из этого принципа, разрешив СПТ в форме зон свободной торговли (ЗСТ) и таможенных союзов (ТС). Согласно действующим определениям члены ЗСТ, таких как группа Североамериканского соглашения о свободной торговле (НАФТА), и ТС, таких как Европейский союз, должны ликвидировать внутренние таможенные барьеры, но члены ТС должны также принять единый общий тариф для импорта из стран, не являющихся членами. Хотя ЗСТ и ТС, как ожидается, ликвидируют барьеры в торговле между своими членами, эта мера не равносильна многосторонней свободной торговле. Дискриминационные тарифы, устанавливаемые странами-членами в отношении других стран, означают, что импорт может осуществляться из неэффективных источников, что имеет важные (и, возможно, неблагоприятные) нормативные последствия как для стран-членов, так и других стран. Более конкретно, как продемонстрировал Джекоб Винер в своем ставшим классическом анализе 1950 года (в работе *The Customs Union Issue*, New York: Carnegie Endowment for International Peace), некоторая торговля может быть «создана» между странами-членами и включать товары, которые они производят эффективно относительно остального мира, но так же легко торговля может быть «переориентирована» с эффективных третьих стран из-за преференций, которые страны-члены предоставляют друг другу. Таким образом, страны-члены вполне могут ухудшить свою ситуацию.

На 100 динамичных страницах, полных характерного остроумия и мудрости, Бхагвати рассматривает вопрос СПТ с научной точностью, исторической глубиной и вниманием к политическим тонкостям. В главе 2 он анализирует исторические причины статьи XXIV ГАТТ и политические императивы, которые заставили США отойти от некогда принципиальной позиции по недискриминации и принять исключения в статье XXIV. Его аргументы в главе 3 о негативных последствиях переориентации торговли на практике, основанные на недавних результатах, придают эмпирический вес теоретическим доводам против торговых преференций. Он также досконально рассматривает последствия преференциальной торговли для многосторонней торговой системы, и, безусловно, прав в том, что современная эволюция торговой системы в хаотическую сеть перекрывающих и пересекающих друг друга СПТ (которую он метко назвал феномен «миски спагетти») не может быть эффективной. В главе 4 он призывает страны отказаться от двусторонних инициатив в пользу многосторонней либерализации на широкой основе, с тем чтобы уменьшить искажающие эффекты торговых преференций, и приближения к мировой свободной торговле.

Но прислушаются ли к этому тысячи видных и умных людей? За последние несколько десятилетий Бхагвати, как классический индийский виртуоз, создал множество вариаций аргумента в пользу свободной торговли и многосторонних подходов к ее достижению. Книга "*Termites*" содержит некоторые из наиболее поразительных аргументов Бхагвати в пользу различия между свободной торговлей и зонами свободной торговли, самые сильные опровержения для тех, кто путает эти два понятия, и страстные описания последствий для торговой системы, следующие из этого смешения. Его аргументы заслуживают серьезного внимания.

Правин Кришна,
заслуженный профессор международных экономических отношений
на гранте Чун Ян Юна,
университет им. Джонса Хопкинса

Меняющиеся представления о бедности

Пересмотренная статистика бедности может углубить понимание процесса развития

Джастин И-Фу Линь — старший вице-президент и главный экономист Всемирного банка.

ПРЕДСТАВЬТЕ себя премьер-министром развивающейся страны. В течение многих лет Вы напряженно работали, реформируя экономику своей страны, с тем чтобы добиться более высоких и устойчивых темпов роста и сокращения бедности. И вот как раз тогда, когда Вы уверились в том, что дела идут правильным курсом и страна явно продвигается вперед в достижении Целей развития Декларации тысячелетия (ЦРТ), какие-то эксперты из Всемирного банка внезапно представляют новые расчеты, показывающие, что, согласно новому международному показателю, уровень бедности в Вашей стране значительно выше, чем считалось раньше. Удивившись, Вы собираетесь с мыслями и просите Ваших собственных экспертов тщательно пересмотреть их статистику. Однако и они, проанализировав эмпирические данные, подтверждают, что бедность является более широко распространенной, чем Вы полагали.

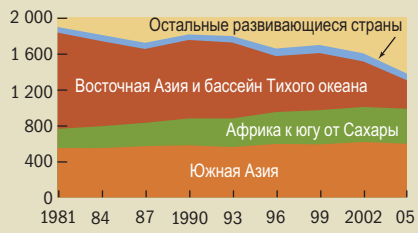
В более или менее такой же ситуации оказались многие разработчики экономической политики в развивающихся странах после опубликования сопоставимых на международном уровне оценок бедности Всемирного банка. Новость подействовала весьма отрезвляюще: в исследовании, проведенном моими коллегами Мартином Равайоном и Шаохуа Ченем, в котором критерий оценки глобальной бедности корректируется до 1,25 долларов США в день в ценах 2005 года, показано, что в развивающихся странах в бедности живет больше людей, чем считалось раньше, исходя из применявшегося до этого Банком международного уровня бедности в 1,08 доллара в день в ценах 1993 года. После значительного пересмотра метода, используемого для расчета бедности, они оценивают, что 1,4 млрд людей, или 25 процентов населения развивающихся стран, живет за международной чертой бедности. В предшествующей работе, опубликованной в 2007 году, оценивалось, что 950 млн человек, или 17 процентов населения развивающихся стран, жили на 1,08 доллара в день или меньше. После пересмотра показателя число людей, живущих в бедности, увеличилось на 400 млн человек.

В новом исследовании также установлено, что бедность сократилась с 52 процентов населения развивающихся стран в 1981 году до 42 процентов в 1990 году и 25 процентов в 2005 году, причем постоянный темп сокращения в 1981–2005 годы составил примерно 1 процентный пункт в год по развивающимся странам в целом. В исследовании сделан вывод о том, что мир по-прежнему идет намеченным курсом к достижению первой ЦРТ, которая предусматривает сокращение вдвое уровня бедности 1990 года к 2015 году.

Неравномерный прогресс

Обновленные показатели отражают более низкий уровень бедности в Восточной Азии, но в Африке к югу от Сахары он почти вдвое выше.

(Численность населения, живущего на менее 1,25 доллара в день, в млн человек)



Источник: Всемирный банк.

Резкий сдвиг

Основная причина столь резкого сдвига в показателях проста: Всемирный банк пересчитал число людей, живущих в крайней нищете, используя недавно опубликованные результаты Программы международных сопоставлений и 675 обследований домашних хозяйств, охватывающих 116 страны за период с 1981 по 2005 год. Прежняя черта бедности, «доллар в день», была выбрана для представления порогового уровня крайней нищеты. Она была основана на лучших имеющихся (в то время) данных о прожиточном минимуме за 1993 год, но было установлено, что эти данные занижали прожиточный минимум во многих бедных странах. Поскольку теперь стало известно, что прожиточный минимум в бедных странах выше, чем считалось раньше, число людей, которые, как показывают данные, живут в бедности, также увеличилось.

Хотя уровень бедности во всех развивающихся странах выше, чем оценивалось раньше, в действительности бедность со временем сократилась. Общие методы, используемые для установления международной черты бедности, были последовательными, начиная с первых оценок, составленных почти три десятилетия назад. Изменилась достоверность, своевременность и комплексность этих данных.

Обновленные данные отражают большие успехи в сокращении бедности, особенно в Восточной Азии (см. рисунок). В прошлом, в начале 1980-х годов, этот регион имел самые высокие показатели распространенности бедности в мире: в 1981 году почти 80 процентов населения жило на менее 1,25 доллара в день. К 2005 году этот уровень снизился до 17 процентов. Согласно этому стандарту, в одном только Китае стало примерно на 600 млн меньше людей, живущих в бедности, хотя прогресс был неравномерным в разные периоды времени.

Вместе с тем, прогресс не ограничивается Восточной Азией — существует множество примеров снижения уровня бедности. В развивающихся странах, помимо Китая, процент живущих за чертой бедности в 1,25 доллара США снизился с 40 процентов до 29 процентов за 1981–2005 годы, хотя и недостаточно для сокращения общего числа бедных, которое осталось приблизительно равным 1,2 млрд человек. Заметных успехов добилась Индия, снизив уровень бедности с почти 60 процентов в 1981 году до 42 процентов в 2005 году, исходя из международного показателя черты бедности в 1,25 доллара в день. Остальные страны Южной Азии добились аналогичных результатов. После долгих лет стагнации бедность в Латинской Америке также начала сокращаться с 11 процентов в 2002 году до 8 процентов в 2005 году.

Пересмотр и корректировка

Однако успехи неравномерны, и уровень бедности в отдельных регионах мира остается неприемлемо высоким. В странах Африки к югу от Сахары уровень бедности при черте в 1,25 доллара в день в 2005 году составлял 51 процент — примерно столько же, что и в 1981 году. Учитывая глубину бедности в Африке, для получения равноценной отдачи потребуются еще более высокие темпы роста, чем в других регионах.

Несмотря на неутешительную новость, которую несут в себе эти цифры, обновленные оценки могут помочь международному сообществу и директивным органам в развивающихся странах пересмотреть и скорректировать свои стратегии развития и меры политики в области развития. Эмпирическая работа, проведенная исследователями Всемирного банка за 20 лет, показала, что масштабы бедности имеют тенденцию снижаться при устойчивом экономическом росте. В работе Ravallion (2007), где используются три последовательных обследования домашних хозяйств по выборке из примерно 80 стран за период, охватывающий 1980–2000 годы, и черта бедности в один доллар в день, оценивается, что эластичность роста по сокращению бедности является отрицательной (то есть их тренды, как правило, совпадают) примерно в 80 процентах случаев, хотя в странах с сильным неравенством тренды уровня бедности обычно слабее реагируют на рост. Выводы этой работы подтверждаются новыми показателями бедности. Региональные темпы роста и изменения процентной доли людей, живущих за международной чертой бедности, за последнюю четверть столетия представляют такую же картину: в Восточной Азии был зарегистрирован самый высокий средний темп роста в период с 1981 по 2005 год, а также самое большое сокращение бедности. Напротив, в Африке к югу от Сахары, Европе и регионе Центральной Азии темпы роста были самыми низкими, а показатели сокращения бедности — самыми плохими.

Таким образом, основной вопрос политики заключается в том, каким образом устойчивый экономический рост вызывает сокращение бедности. Данные показывают, что высокие темпы роста связаны с открытостью. Большая открытость для торговли не всегда способствует росту, и она также может вызывать распределительные эффекты, которые ослабляют воздействие на бедность. Но, как правило, открытость для торговли сопровождается более высокими темпами роста, и малоимущие обычно выигрывают от этого.

Ключевые факторы конкурентоспособности

Связи между экономическим ростом, улучшением показателей торговли и сокращением бедности могут возникать в результате того, что открытость торговли способствует экономическим стратегиям, основанным на сравнительных преимуществах, которые имеют ключевое значение для конкурентоспособности страны. В работе Michael Porter (1990) выделены четыре широко известных источника конкурентных преимуществ страны:

- секторы или отрасли с выгодой используют факторы, в изобилии имеющиеся внутри страны;
- крупные внутренние рынки, позволяющие фирмам достичь больших масштабов производства;
- индустриальные зоны;
- активная внутренняя конкуренция, стимулирующая рост эффективности и производительности.

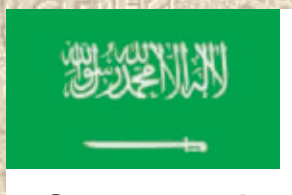
Для любой страны под фактором внутреннего изобилия в действительности понимается сравнительное преимущество, которое находит отражение в структуре обеспеченности ресурсами. Наличие индустриальных зон и факторы внутренней конкуренции зависят от принятия страной стратегии развития, соответствующей ее сравнительным преимуществам. Причина в том, что страна, промышленное развитие которой игнорирует ее сравнительное преимущества, в конечном счете останется с закрытой внутренней экономикой и неконкурентным рынком, так как внутренние фирмы будут нежизнеспособными на открытых, конкурентных рынках, и им придется полагаться на субсидии и протекционистские меры для выживания (Lin 2007).

В таких ситуациях также будет сложно создавать и поддерживать индустриальные зоны, так как правительство не сможет одновременно субсидировать и обеспечивать защитой большое число фирм в одной отрасли, создавая возможность для формирования индустриальной зоны. Когда страна действует в соответствии со своим сравнительным преимуществом, необходимость в факторе крупных внутренних рынков отпадает, так как отрасли способны конкурировать на глобальных рынках.

Использование сравнительного преимущества

Таким образом, четыре фактора Портера сводятся к одной рекомендации: позволить каждой стране использовать свое сравнительное преимущество. Любая страна с низкими доходами и дефицитом капитала, пытающаяся развивать капиталоемкие отрасли вопреки своему сравнительному преимуществу, в конечном счете превратится в закрытую и неконкурентоспособную экономику. Малоимущие пострадают как от медленного роста, так и от нехватки рабочих мест. Наоборот, страны с низкими доходами, которые открывают свою экономику и максимизируют сравнительные преимущества, как правило, улучшают перспективы экономического роста и повышают потенциал получения доходов, что имеет ключевое значение для создания рабочих мест и сокращения бедности.

Хотя недавно опубликованные показатели бедности, возможно, представляют результаты работы директивных органов в более скромном свете, эти показатели также дают возможность переоценить уже полученные уроки. Повышение открытости как способ использовать сравнительное преимущество улучшит показатели роста страны и будет способствовать сокращению бедности. В конечном итоге неудобная истина, заключающаяся в том, что в мире гораздо больше малоимущих, чем считалось раньше, в действительности может улучшить наше понимание процесса развития и повысить эффективность наших усилий по сокращению бедности. ■

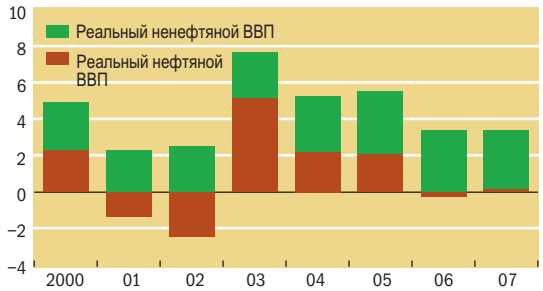


Саудовская Аравия

С начала нефтяного бума в 2003 году Саудовская Аравия достигла высоких темпов роста, которым способствовали высокие доходы от нефти и быстрое расширение ненефтяного частного сектора. Инфляционное давление ослабевает, однако глобальный финансовый кризис представляет новые риски.

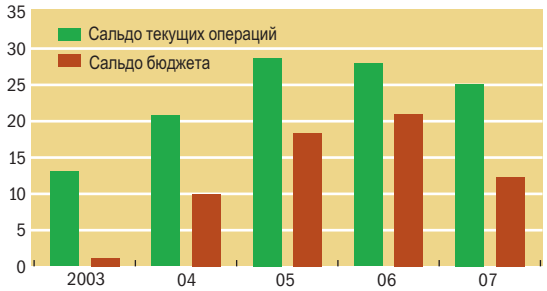
С 2003 года темп роста достиг 4,3 процента при значительном вкладе ненефтяного сектора

(Изменение в процентах)



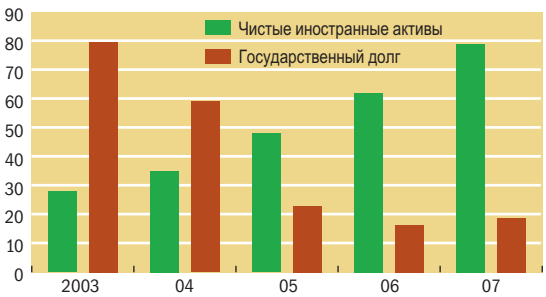
Рост доходов от нефти, продолжавшийся до середины 2008 года, укрепил бюджетные и внешние позиции…

(В процентах ВВП)



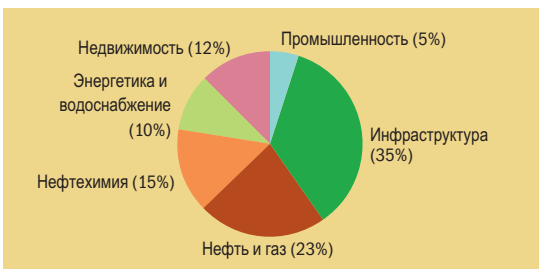
… благодаря накоплению чистых иностранных активов и сокращению государственного долга.

(В процентах ВВП)



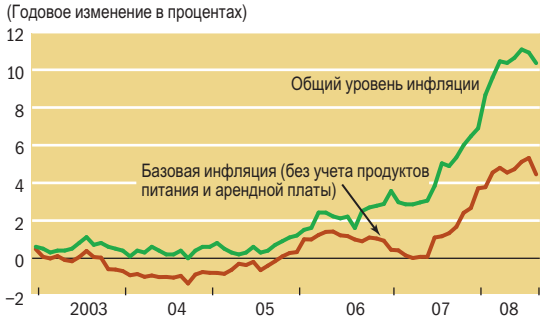
В среднесрочном плане нефтяное богатство инвестируется на цели расширения ненефтяного сектора и увеличения мощностей по добыче нефти для поддержания стабильности глобального нефтяного рынка.

(В процентах совокупных инвестиций, 2007–2014 годы)



В связи с глобальным экономическим спадом инфляционное давление начало ослабевать.

(Годовое изменение в процентах)



Главная задача на краткосрочную перспективу — свести к минимуму негативные последствия глобального финансового кризиса, который до настоящего времени оказывал незначительное воздействие на внутреннюю банковскую систему.

(В процентах) (Индекс)

Источники: официальные органы Саудовской Аравии; оценки персонала МВФ.

ИНДЕКС 2008— ВЫПУСК 45

А

Масуд Ахмед. *Следующий рубеж.* Сентябрь

Б

Оливье Бланшар. *Трещины в системе.* Декабрь

Эндрью Бэрнс. *Преодоление технологического разрыва.* Июнь

В

Цзянье Ван и Абдулайе Био-Чане. *Бурно развивающиеся связи Африки с Китаем.* Март

Элейн Вентер. *Точка зрения. Работа продолжается.* Сентябрь

Возвращение к основам. Курсовые режимы: фиксированный или плавающий курс? Март; *Внебиржевые рынки: что это такое?* Июнь; *Что такое секьюритизация?* Сентябрь; *Что такое валовой внутренний продукт?* Декабрь

Г

Атиш Гош. *Поворачивая вспять динамику валютных курсов.* Июнь

Санджив Гупта и Шамсуддин Тарек. *Привлечение доходов.* Сентябрь

Д

Уве Дайхманн и Индермит Гил. *Аспекты региональной интеграции, связанные с экономической географией.* Декабрь

Андреас Джобст. *Что такое секьюритизация?* Сентябрь

Саймон Джонсон. *Внутренние риски.* Март; *Автоматические «дестабилизаторы».* Июнь; *Становление стран с формирующимся рынком.* Сентябрь

Бенджамин Джоунс, Майкл Кин и Джон Странд. *Плата за изменение климата.* Март

Рандалл Додд. *Внебиржевые рынки: что это такое?* Июнь

Рандалл Додд и Пол Миллс. *Эпидемия: цепная реакция кризиса на рынке непервоклассных ипотек США.* Июнь

Экхард Дойчер и Сара Файсон. *Повышая эффективность помощи.* Сентябрь

Томас Дорси. *История одного капитала.* Июнь

И

Марош Иванич и Уилл Мартин. *Обеспечение продовольственной безопасности.* Декабрь

Стефан Ингвес и Геран Линд. *Стокгольмские решения.* Декабрь

К

Тим Каллен. *Что такое валовой внутренний продукт?* Декабрь

Кеннет Кан и Жак Миниан. *Глобальные финансовые потрясения проверяют Азию на прочность.* Декабрь

Кеннет Кан и Муртаза Саед. *Дорога к восстановлению. Опыт Японии.* Декабрь

Хаиме Каруана и Адития Нараин. *Полагаясь на больший собственный капитал банков.* Июнь

Уильям Р. Клайн. *Глобальное потепление и сельское хозяйство.* Март

Стийн Классенс, М. Айхан Козе и Марко Э. Терронес. *Когда кризисы накладываются друг на друга.* Декабрь

Лора Кодрес. *Кризис доверия . . . и многого другого.* Июнь

Чарльз Коллинз. *Кризис через призму истории.* Декабрь

Дэйвид Коу. *Рабочие места на другом берегу.* Март

М. Эйхан Коуз, Кристофер Отрок и Ишвар Прасад. *Сколько расстыковки? Сколько конвергенции?* Июнь

Крупным планом. Южная Африка. Март; *Алжир.* Июнь; *Вьетнам.* Сентябрь; *Саудовская Аравия.* Декабрь

Арчана Кумар. *Игра в догонялки.* Декабрь

Зия Куреши. *В поле зрения, но пока еще вне досягаемости.* Июнь

Л

Лоркан Лайонс. *Глобальная энергетическая система становится все более неустойчивой.* Март

Джастин И-Фу Линь. *Меняющиеся представления о бедности.* Декабрь

Люди в экономике. Джон Тэйлор. Март; *Джеймс Л. Роу.* Июнь; *Саймон Уилсон.* Сентябрь; *Роберт Шиллер.* Декабрь

Пракаш Лунгиани и Хаир Родригес. *Экономические прогнозы: действительно ли на них трудно полагаться?* Сентябрь

М

Паоло Мауро. *От провидца к новатору.* Декабрь

Пол Милз. *Рынки становятся «зелеными».* Март

Махмуд Мохьелдин. *Инвестиции «по соседству».* Декабрь

Мохан Мунасингх. *С повышением температуры повышаются риски.* Март

Н

Дэйвид Неллор. *«Пограничные» рынки стран Африки на подъеме.* Сентябрь

О

Нгози Оконджо-Ивеала. *Шанс Нигерии исправить ситуацию.* Декабрь

Откровенный разговор. Внутренние риски. Март; *Автоматические «дестабилизаторы».* Июнь; *Становление стран с формирующимся рынком.* Сентябрь; *Меняющиеся представления о бедности.* Декабрь

П

Эсвар Прасад и Рагурам Раджан. *Финансовые реформы следующего поколения для Индии.* Сентябрь

Представьте себе. Глобальная энергетическая система становится все более неустойчивой. Март; *Преодоление технологического разрыва.* Июнь; *Экономические прогнозы: действительно ли на них трудно полагаться?* Сентябрь; *Составляющие устойчивого высокого роста.* Декабрь

Р

Мартин Равайон и Доминик ван де Валле. *Земля и бедность в Восточной Азии времен реформ.* Сентябрь

Натали Рамирес-Джумена и Хаир Родригес. *Составляющие устойчивого высокого роста.* Декабрь

Джеймс Л. Роу. *Наследие элегантной модели.* Июнь

С

Антуанетт Саех, Доменико Ломбарди, Куми Найдоо, Эндрю Кумбатира, Эвелин Херфкенс, Рой Каллен, Энрике В. Иглесиас. *В рамках диалога. У какого единственного фактора больше всех шансов повысить уровень жизни в бедных странах в два раза в ближайшее десятилетие?* Сентябрь

Ноэль Сакаса. *Предотвращение будущих кризисов.* Декабрь

Хесус Саурина и Авинаш Д. Персо. *Поможет ли «Базель-II» предотвратить кризисы или он их усугубит?* Июнь

Марк Стоун, Харалд Андерсон и Ромэйн Вейрун. *Курсовые режимы: фиксированный или плавающий курс?* Март

Ойа Селасун и Ян Валлисер. *Управление в условиях внезапных изменений в поступлении помощи.* Сентябрь

Т

Наталия Тамириса. *Изменение климата и экономика.* Март

У

Саймон Уилсон. *Восхождение неустрашимого эмпирика.* Сентябрь

Х

Томас Хелблинг, Валери Мерсер-Блэкман и Кевин Ченг. *На волне.* Март

Кор Хо-Эй и Кэй Жуй-Сюн. *Азия: взгляд на кризис непервоклассных кредитов.* Июнь

Э

Мохамед Эль-Эриан. *Незабываемый кризис.* Декабрь

КНИЖНОЕ ОБОЗРЕНИЕ

Anders Åslund, *Russia's Capitalist Revolution: Why Market Reform Succeeded and Democracy Failed,* March

Jagdish Bhagwati, *Termites in the Trading System: How Preferential Trade Agreements Undermine Free Trade,* December

Richard M. Bird and Pierre-Pascal Gendron, *The VAT in Developing and Transitional Countries,* June

Barry Eichengreen, *Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods,* March

Bill Emmott, *Rivals: How the Power Struggle Between China, India and Japan Will Shape Our Next Decade,* December

Tim Harford, *The Logic of Life: The Rational Economics of an Irrational World,* June

Marcus Noland and Howard Pack, *The Arab Economies in a Changing World,* December

Robert J. Samuelson, *The Great Inflation and Its Aftermath: The Past and Present of American Affluence,* December

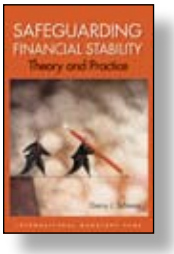
Vito Tanzi, *Argentina: An Economic Chronicle: How One of the Richest Countries in the World Lost Its Wealth,* September

Michael Tomz, *Reputation and International Cooperation: Sovereign Debt across Three Centuries,* September

Douglas Wass, *Decline to Fall: The Making of British Macro-Economic Policy and the 1976 IMF Crisis,* September

IMF BOOKSTORE

IMF Publications on Financial Stability

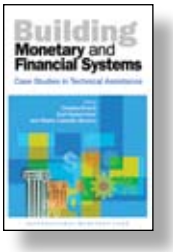


Safeguarding Financial Stability: Theory and Practice

How is finance related to economic processes, and why should it be viewed as a public good requiring policy action? This book provides an answer. It develops a practical framework for safeguarding financial stability, which encompasses both prevention and resolution of problems. It also examines the challenges to financial stability posed by globalization, a growing reliance on derivatives and their markets, and the capital market activities of insurers and reinsurers.

$28. English. © 2005. xvi + 312 pp. ISBN 1-58906-440-2. Stock# SFSTEA

Preview and order this book at https://www.imfbookstore.org/pubDetails.aspx?id=6354



Building Monetary and Financial Systems: Case Studies in Technical Assistance

This book includes 21 case studies of technical assistance provided by the IMF from 2003 to 2006. These studies cover issues related to monetary policy and operations, financial markets, payment systems, and financial regulation and supervision, with an emphasis on both the substance of the issues and the modalities of technical support. The book illustrates that the formulation of sound monetary and financial policies needs to be complemented by proper and efficient implementation.

$29. English. © 2007. xii + 346 pp. ISBN 978-1-58906-615-1. Stock# BMFSEA

Preview and order this book at https://www.imfbookstore.org/pubDetails.aspx?id=7775

Promoting Fiscal Discipline

Fiscal discipline is essential to improve and sustain economic performance, maintain macroeconomic stability, and reduce vulnerabilities. Discipline is especially important if countries are to successfully meet the challenges, and reap the benefits, of economic and financial globalization. Lack of fiscal discipline generally stems from the injudicious use of policy discretion. The authors first explore the role of discretion in fiscal policy, and the extent, consequences, and causes of procyclicality, particularly in good times. They then examine how a variety of institutional approaches can help improve fiscal discipline.

$25. English. © 2007. viii + 134 pp. ISBN 978-1-58906-609-0. Stock# PFDEA

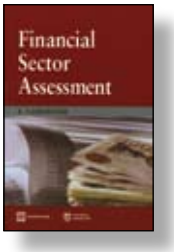
Preview and order this book at https://www.imfbookstore.org/pubDetails.aspx?id=7895

Integrating Europe's Financial Markets

This IMF book tracks the European Union's journey along the path to a single financial market and identifies the challenges and priorities that remain ahead. It pays particular attention to the integration efforts in the European Union following the introduction of the euro. The study looks at the importance of financial integration, in particular for economic growth, the interplay between banks and markets, and equity market integration.

$24.50. English. © 2007. xviii + 261 pp. ISBN 978-1-58906-623-6. Stock# IEFMEA

Preview and order this book at https://www.imfbookstore.org/pubDetails.aspx?id=7842



Financial Sector Assessment: A Handbook

The Handbook presents an analytical framework for assessing financial system stability and developmental needs, providing broad guidance on approaches, methodologies, and techniques of assessing financial systems. Although the Handbook draws substantially on World Bank and IMF experience with the Financial Sector Assessment Program and from the broader policy and operational work in both institutions, it is designed for generic use in financial sector assessments, whether conducted by country authorities themselves, or by World Bank and IMF teams.

$45. English. © 2005. 460 pp. ISBN 0-8213-6432-4. Stock# FSAPEA

Preview and order this book at https://www.imfbookstore.org/pubDetails.aspx?id=6840

IMF Support and Crisis Prevention

This Occasional Paper examines the various roles of IMF financing in crisis prevention. Emerging market economies that experienced financial crises in the past have been subject to enormous economic and social costs, highlighting the importance of crisis prevention. While the main defense against a crisis lies in a country's own policies and institutional framework, the IMF can contribute to these efforts through its surveillance activities, provision of technical assistance, and promotion of standards and codes.

$30. English. © 2008. v +28 pp. ISBN 978-1-58906-709-7. Stock# S262EA

Preview and order this book at https://www.imfbookstore.org/pubDetails.aspx?id=9904

To receive a special discount of 10% on the books in this advertisement, please enter the special promotion code FD0812 during the checkout process or mention this code when ordering by mail, fax, or telephone. For full details on how to order IMF publications, please visit *www.imfbookstore.org.*