

# ФФР

**ФИНАНСЫ и РАЗВИТИЕ**

[www.imf.org/fandd](http://www.imf.org/fandd)

Июнь 2010 года

## Азия идет вперед

 Линда Юэ о будущем Китая

 Янг Хасунг, активист из Кореи

 Эль-Эриан о суверенных фондах накопления богатства



**ГЛАВНЫЙ РЕДАКТОР**

Джереми Клифт

**РУКОВОДЯЩИЙ РЕДАКТОР**

Марина Приморац

**СТАРШИЕ РЕДАКТОРЫ**

Камилла Андерсен

Джеймс Роу

Саймон Уилсон

Юнь-сун Хан

**МЛАДШИЕ РЕДАКТОРЫ**

Маурин Берке

Жаклин Делорье

Натали Рамирес-Джумена

**РУКОВОДИТЕЛЬ ТВОРЧЕСКОЙ СЛУЖБЫ**

Луиса Менхивар

**ХУДОЖЕСТВЕННЫЙ РЕДАКТОР**

Лай Ой Луи

**ПОМОЩНИКИ РЕДАКТОРА**

Лиджун Ли

Николь Брайнен-Кимани

Харрис Куреши

**СОВЕТНИКИ РЕДАКТОРА**

Хельге Бергер

Бас Бэккер

Джеймс Гордон

Тим Карлен

Ана Корбачо

Альфредо Куэвас

Пауло Мауро

Жан-Мария Милези-Ферретти

Пол Милс

Ума Рамакришнан

Родни Рамчаран

Доменико Фаницца

Томас Хелбинг

Пол Хилберс

Адриен Чисти

Марсело Эстевао

**ИЗДАНИЕ НА РУССКОМ ЯЗЫКЕ**

подготовлено Отделом переводов МВФ

**РЕДАКТОР**

Александра Акчурина

**Начальнику почтамта:** отправка уведомлений об изменениях в адресе получателя производится по адресу: *Finance & Development*, International Monetary Fund, Washington DC, 20431, USA.

© 2010 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>  
В разрешении на перепечатку статей в **коммерческих целях** обращаться в **Copyright Clearance Center** на сайте [www.copyright.com](http://www.copyright.com). За этот вид услуг взимается номинальная плата.

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

**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](mailto:publications@imf.org)

## ОСНОВНЫЕ СТАТЬИ

### РАСТУЩЕЕ ВЛИЯНИЕ АЗИИ

- 4 Азия идет впереди**  
Азия выходит на ведущие позиции в мировой экономике  
*Ануп Сингх*
- 8 Более сильный Китай**  
Китай может выйти из кризиса более сильным, если он повысит внутренний спрос и будет содействовать глобальной интеграции  
*Линда Юэ*
- 12 Чжу Минь об экономике Азии и не только**  
Новый специальный советник Директора-распорядителя МВФ рассказал о роли Азии в мировой экономике, мировом финансовом кризисе, устранении дисбалансов и деятельности МВФ в Азии
- 14 Более емкие рынки, более дешевый капитал**  
Реформы в финансовом секторе могут способствовать уменьшению стоимости капитала, увеличению инвестиций и достижению равновесия в Азии  
*Санджай Калра*
- 16 Вскармливание роста**  
Содействие развитию сферы услуг в Азии — еще один способ восстановить баланс и дать толчок экономическому росту  
*Олаф Унтербердоерстер*
- 18 Люди в экономике: необычный революционер**  
*Ен Сун Кан представляет корейского активиста Янга Хасунга*



### А ТАКЖЕ В ЭТОМ НОМЕРЕ

- 22 После краха**  
По мере того как дискуссия об оптимальных способах управления денежно-кредитной политикой разгорается, некогда сильные различия между странами с развитой экономикой и странами с формирующимся рынком стираются  
*Эсвар Прасад*
- 26 Новое определение роли центрального банка**  
Центральные банки должны извлечь уроки из мирового кризиса и провести конкретные реформы  
*Дувури Суббарао*
- 28 Принципы реформы**  
При разработке новой политики для финансового сектора следует помнить, что большое значение имеют старые идеи  
*Уильям Пул*
- 30 Долг и демократия**  
Демократические страны используют непредвиденную прибыль от бума международных цен на сырьевые товары для уменьшения своей внешней задолженности. Авторитарные страны обычно расходуют эту прибыль  
*Рабах Арезки и Маркус Брукнер*
- 33 «Бешеные деньги» муниципалитетов**  
Финансы ряда местных органов управления по обе стороны Атлантики оказались в плохом положении после операций с производными финансовыми инструментами  
*Рэндалл Додд*
- 36 Снижение государственного долга**  
Многие страны в прошлом добивались снижения относительной величины своего государственного долга, чему часто способствовали благоприятные макроэкономические условия. В будущем ситуация может складываться для них не столь удачно  
*Харальд Фингер и Азим Садиков*



## Азия набирает темп

**А**ЗИЯ играет ведущую роль в преодолении мировой рецессии, и это, по-видимому, знаменует разрыв с прошлым. Китай и Индия опережают остальные страны по темпам роста, но не только эти две страны добились высоких результатов, и экономическая значимость Азии теперь очевидна и реально ощутима. В передовой статье этого выпуска «Финансов и развития» Ануп Сингх, директор Департамента стран Азиатско-тихоокеанского региона МВФ, отмечает, что, исходя из ожидаемых трендов, за следующие пять лет экономика Азии вырастет приблизительно на 50 процентов по сравнению с сегодняшним уровнем (по паритету покупательной способности), будет производить свыше трети выпускаемой в мире продукции и станет сопоставима по своему размеру с экономикой Соединенных Штатов и Европы. К 2030 году валовой внутренний продукт стран Азии превысит ВВП Группы семи ведущих промышленно развитых государств.

Происходящий подъем в странах Азии расходитя с опытом прошлого по ряду существенных аспектов. Во-первых, если в прошлом Азия вносила меньший вклад в подъема мировой экономики, чем другие регионы, в этот раз этот регион опережает другие по темпам подъема. Во-вторых, ранее подъемы в странах Азии в основном опирались на экспортный сектор, но теперь оживление экономики в Азии подкрепляется повышением внутреннего спроса, включая не только государственный стимул, но и потребление домашних хозяйств. Наконец, во время прошлых подъемов проходило немало времени, прежде чем возобновлялись притоки капитала в Азию; в этот раз чистый приток капитала в регион быстро растет вследствие высоких уров-

ней ликвидности в мире, а также повысившейся устойчивости экономики стран Азии и улучшения их основных экономических показателей.

Поэтому вполне очевидно, что голос Азии становится все более влиятельным при обсуждении вопросов, касающихся глобальной экономики и финансов. В Группу 20 ведущих экономических государств уже входит шесть стран Азиатско-тихоокеанского региона. На долю стран Азии (включая Австралию и Новую Зеландию) приходится немногим более 20 процентов прав голоса в МВФ, и их вес, безусловно, будет возрастать по мере проведения реформ в МВФ с целью привести права голоса стран в большее соответствие с их ролью в мировой экономике. При надлежащих мерах политики экономические успехи этих стран, вероятно, продолжатся и приведут к дальнейшему подъему жизненного уровня населения Азии — значительная часть которого все еще живет в крайней бедности, — преобразив источники средств к существованию почти половины населения планеты.

В этом выпуске мы также рассматриваем различные темы, связанные с преодолением последствий мирового кризиса, включая роль центральных банков, рекомендации по разработке и проведению денежно-кредитной политики, пересмотр мер политики в отношении финансового сектора и пути снижения государственного долга. Мы также анализируем вопросы сокращения субсидий на энергоносители, новые возможности для деятельности суверенных фондов накопления богатства и попытки достижения стабильности в странах Восточной Европы. В нашей рубрике «Люди в экономике» мы представляем борца за надлежащее корпоративное управление в Корее Янга Хасунга.

**Джереми Клифт,**  
главный редактор

- 39 Сокращение огромных расходов, связанных с дешевой энергией**  
Отменить внутренние субсидии энергии непросто, но сделавшие это страны-экспортеры нефти увидят очевидную отдачу  
*Доминик Гийом и Роман Зайтек*
- 44 Фонды национального благосостояния в новых нормальных условиях**  
В условиях, когда глобальный финансовый кризис отступает, государственные инвестиционные компании находятся в благоприятном положении, чтобы использовать новые возможности и преодолевать меняющиеся риски  
*Мохамед А. Эль-Эриан*
- 50 В поисках стабильности**  
После десятилетнего бума Восточная Европа переживает серьезный спад и теперь должна решить, как возобновить экономический рост на более устойчивой основе  
*Бас Б. Баккер и Анн-Мари Гульд*

- 48 Возвращение к основам**  
**Спрос и предложение**  
Цена товара или услуги определяется взаимодействием между покупателями и продавцами на рынке  
*Ирена Асмундсон*
- 52 Книжное обозрение**  
*Building Social Business: The New Kind of Capitalism That Serves Humanity's Most Pressing Needs*, Muhammad Yunus  
*Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*, Raghuram G. Rajan  
*On the Brink: Inside the Race to Stop the Collapse of the Global Financial System*, Henry M. Paulson, Jr.  
*13 Bankers: The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown*, Simon Johnson and James Kwak  
*From Asian to Global Financial Crisis: An Asian Regulator's View of Unfettered Finance in the 1990s and 2000s*, Andrew Sheng
- 57 Данные крупным планом**  
**Кредитование частного сектора остается слабым**  
Уровень банковского кредита продолжает снижаться, несмотря на подъем в мировой экономике  
*Хосе М. Картас и Мартин Маккона*

## РУБРИКИ

- 2 Краткие сообщения**  
**Обеспеченные кредиты**  
**Банковские услуги для всех**  
**Энергия солнца**
- 42 Представьте себе**  
**Стоимость субсидий на нефть высока и продолжает расти**  
Сокращение субсидий в мировом масштабе может принести значительную пользу в охране окружающей среды и обеспечить столь необходимые бюджетные возможности  
*Бenedикт Клементс, Дэйвид Коуди и Джон Пиотровски*

**Иллюстрации:** обложка — Майкл Гиббс; стр. 22 — Келли Барретт; стр. 30 — Майкл Гиббс; стр. 33 — Джим Дэнди/Getty Images.

**Фотографии:** стр. 2 — Юсуф Саного/AFP/Getty Images, Джим Розенберг/CGAP, Фредерик Дж. Браун/AFP/Getty Images; стр. 4–5 — Стивен Яффе/IMF; стр. 8–9 — Дейвид Шен/епа; стр. 12 — Майкл Спилотро/МВФ; стр. 14–15 — Хуи Хи Янг/Corbis; стр. 16 — Райан Пайл/Corbis; стр. 18 — Ан Жу Янг; стр. 36 — Гидо Коцци/Atlantide Phototravel/Corbis; стр. 39 — Каве Каземи/Corbis; стр. 42 — Рангрой Йонгриг/епа/Corbis; стр. 43 — Джон Варбертон Ли/JAI/Corbis; стр. 44 — Скотт Питерсон/Getty Images; стр. 50 — Андрей Рыбжински/епа/Corbis; стр. 52–55 — Майкл Спилотро/МВФ.

## Обеспеченные кредиты

Благодаря двухсотлетней европейской системе кредита для фермеров вскоре больше фермеров в Западной Африке смогут получать банковские кредиты и продавать свою продукцию по более выгодным ценам. Продовольственная и сельскохозяйственная организация ООН планирует распространить концепцию сельскохозяйственных варрантов на Буркина-Фасо, Мали и Сенегал, после того как опытный проект в Нигере позволил поднять доходы сельского населения и урожайность.



Продуктовый базар в Маради, Нигер.

В системе варрантов фермеры могут использовать свои запасы продукции для получения кредитов. Вместо продажи своей продукции сразу после сбора урожая, когда цены самые низкие, фермеры могут закладывать урожай в хранилища и использовать его как залог для получения банковских кредитов на следующий сезон. Продукция хранится под замком в складских помещениях, и банки обеспечивают их охрану и предоставляют кредиты исходя из стоимости продукции в хранилище. Фермеры могут использовать это авансовое банковское финансирование для закупки средств производства на следующий сезон, а также хранить свой урожай в течение значительной части межсезонного периода, пока нехватка сельскохозяйственной продукции не приведет к повышению цен. Продавая продукцию из хранилищ по ценам межсезонья, фермеры смогут использовать выручку, чтобы расплатиться с банками, а остальной доход будет оставаться у них в виде прибыли.

## Банковские услуги для всех

Половина мирового населения не имеет доступа к банковским услугам. Это означает, что 2,9 млрд взрослого населения не имеют возможности делать сбережения, получать ссуды или управлять своими финансами, чтобы обеспечить свое будущее.

Во многих странах Организации азиатско-тихоокеанского экономического сотрудничества (АТЭС) процентная доля взрослого населения, имеющего доступ к банковским счетам, все еще низка; в частности, во Вьетнаме, Индонезии, Папуа-Новой Гвинее, Перу и Филиппинах этот уровень находится ниже 40 процентов. Как следствие, значительные группы в обществе не имеют возможности делать сбережения или получать кредиты или вынуждены брать кредиты по завышенным ставкам на неофициальных рынках, например, у ростовщиков. Это может порождать порочный круг долга, из которого невозможно вырваться.



Рыбный рынок в Бохале, Филиппины.

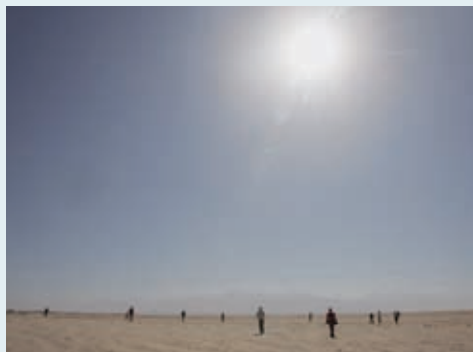
На состоявшемся недавно форуме АТЭС в Саппоро, Япония, рассматривались возможные решения этой проблемы, такие как развитие банковского обслуживания по мобильной телефонной связи и более широкое использование агентских услуг — системы, в которой розничные предприятия, такие как магазины или почтовые отделения, выполняют функцию агентов банков.

## Энергия солнца

Азиатский банк развития (АБР) объявил инициативу по развитию солнечной энергетики в Азии, поставив цель обеспечить выработку около 3000 мегаватт энергии на солнечных электростанциях за следующие три года.

«Поскольку, по прогнозу, спрос на энергию в Азиатско-тихоокеанском регионе почти удвоится к 2030 году, имеется настоятельная потребность в поиске новаторских решений для производства электроэнергии, наряду с сокращением выбросов парниковых газов», — сказал управляющий генеральный директор АБР Раджат Наг на открытии проекта в Ташкенте, Узбекистан.

АБР планирует выделить 2,25 млрд долл. США на финансирование этой инициативы, что, как ожидается, позволит привлечь дополнительно 6,75 млрд долл. США инвестиций в солнечную энергетику за тот же период. Наг отметил значимость запуска этой инициативы в Центральной Азии, регионе, который особенно зависит от углеродоемких источников энергии, но обладает хорошими предпосылками для развития солнечной энергетики.



Пустыня Такламакан, Центральная Азия.

## Мероприятия в 2010 году

**26–27 июня, Торонто, Канада**

Саммит лидеров стран Группы восьми и Группы двадцати

**12–13 июля, Тэджон, Республика Корея**

Международная конференция высокого уровня Корея/МВФ

**9–11 октября, Вашингтон, округ Колумбия**

Ежегодные совещания МВФ и Всемирного банка

**14–15 октября, Ченду, Китайская Народная Республика**

Совещание экономических лидеров стран АТЭС

**4–5 ноября, Вашингтон, округ Колумбия**

Одиннадцатая ежегодная научная конференция МВФ имени Жака Полака

**11–12 ноября, Сеул, Республика Корея**

Саммит Группы двадцати

**16–18 ноября, Рим, Италия**

Мировой форум ОЭСР по вопросам торговли





# ASIA 21

LEADING THE WAY  
FORWARD

---

КОНФЕРЕНЦИЯ ВЫСОКОГО УРОВНЯ / КОРЕЯ — МВФ  
Следите за дискуссией: <http://www.asia21.org/>

Тэджон, Корея • 12–13 июля 2010 года

---

Признавая роль Азии как одного из самых динамичных регионов в мире, Международный Валютный Фонд (МВФ) совместно с Правительством Республики Корея проводит международную конференцию высокого уровня, которая состоится в Тэджоне, Республика Корея, 12–13 июля 2010 года. Конференция открыта для освещения во всех средствах массовой информации.

В конференции примут участие ведущие разработчики политики, крупные предприниматели, эксперты по финансовым рынкам, ученые, представители гражданского общества и видные деятели СМИ из стран Азии и всего мира.

Для аккредитации СМИ обязательна регистрация на сайте:  
[www.asia21.org](http://www.asia21.org)



MINISTRY OF STRATEGY  
AND FINANCE



The  
Economist

FT  
FINANCIAL  
TIMES

PRIME  
FINANCIAL  
TIMES

第一财经

NIKKEI

STRAITS TIMES  
A Part of Life



# АЗИЯ идет впереди

Азия выходит на ведущие позиции в мировой экономике

*Ануп Сингх*

**Н**ЕДАВНИЙ кризис четко обозначил выход Азии на передовые позиции глобальной экономики. Ряд динамично развивающихся стран региона демонстрируют темпы экономического роста, которые влияют на глобальные показатели и помогают миру выйти из экономической рецессии. В авангарде находятся Китай и Индия, но наблюдаемая тенденция отнюдь не ограничена этими двумя странами. Экономическое значение Азии неоспоримо и ощутимо.

Исходя из ожидаемых тенденций, экономика Азии (включая Австралию и Новую Зеландию) за следующие пять лет вырастет приблизительно на 50 процентов (по паритету покупательной способности), будет производить свыше трети выпускаемой в мире продукции и станет сопоставима по своему размеру с экономикой Соединенных Штатов и Европы. К 2030 году валовой внутренний продукт (ВВП) стран Азии превысит ВВП Группы семи ведущих промышленно развитых государств (Группы семи) (см. рис. 1 и 2).





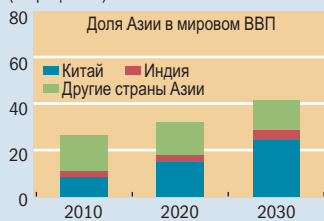


Рисунок 1

**Растущее влияние**

Согласно текущим тенденциям, к 2030 году Азия будет крупнейшим экономическим регионом.

(В процентах)



Источник: расчеты персонала МВФ.

(В трлн долл. США, уровень цен 2010 года)

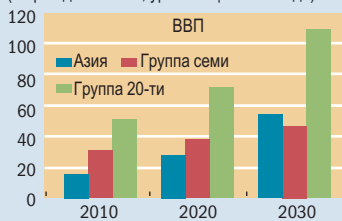


Рисунок 2

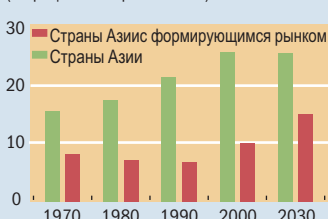
**Подъем Азии**

Доля Азии в мировой торговле и мировом ВВП растет.

(В процентах мировой торговли)



(В процентах мирового ВВП)



Источники: МВФ, база данных издания «Перспективы развития мировой экономики»; Статистика географической структуры торговли; расчеты персонала МВФ.

Поэтому вполне очевидно, что голос Азии становится все более влиятельным при обсуждении вопросов, касающихся глобальной экономики и финансов. В Группу 20-ти ведущих экономических государств (Группа 20-ти) уже входит шесть стран азиатско-тихоокеанского региона. На долю стран Азии приходится немногим более 20 процентов прав голоса в МВФ, и их вес, безусловно, возрастет по мере проведения реформ в МВФ с целью привести права голоса стран в большее соответствие с их ролью в мировой экономике. При надлежащих мерах политики экономические успехи этих стран, вероятно, продолжатся и приведут к дальнейшему улучшению жизненного уровня народов Азии, изменив экономическое положение почти половины населения планеты.

Главной задачей для мировой экономики остается консолидация ее подъема. Хотя страны Азии не были сильно подвергнуты риску потерь в связи с «токсическими» активами, которые вызвали проблемы в других странах, регион является важным участником мировой торговли, и его экспорт пострадал в результате падения спроса в странах с развитой экономикой. Воздействие внешнего шока было смягчено в странах с широкой внутренней базой спроса, таких как Китай, Индия и Индонезия, а также в некоторых странах-производителях сырья, таких как Австралия, но те страны, в большей степени ориентированные на экспорт, испытали резкий экономический спад. Однако в странах региона быстро начался экономический подъем, и к концу 2009 года объемы выпуска продукции и экспорта вернулись к докризисному уровню в большинстве стран Азии, в том числе тех, которые наиболее пострадали от кризиса.

**Новые рубежи экономического роста**

По крайней мере две важные особенности характеризуют текущий глобальный экономический подъем в Азии. Во-первых,

в отличие от предыдущих глобальных экономических спадов, она вносит больший вклад в глобальный экономический подъем, чем любой другой регион. Во-вторых, также в отличие от предыдущих периодов, оживление во многих из этих стран вызвано двумя факторами: экспортом и сильным внутренним спросом. Сильный внутренний спрос частично обусловлен политикой стимулирования, но устойчивый частный спрос также играет определенную роль. В совокупности создается впечатление, что в Азии происходят ключевые перемены и что они будут влиять на остальной мир.

Хотя на краткосрочную перспективу сохраняются определенные риски, во многих отношениях Азия выходит из спада, занимая более сильные позиции в мире. Риски включают в себя уязвимость Азии (и других регионов) в случае возобновления отрицательных шоков для глобального роста и финансовых рынков. Тем не менее, возможность того, что к 2030 году она станет крупнейшим экономическим регионом в мире, не является праздной гипотезой. Это представляется весьма вероятным, если учесть достижения Азии за последние десятилетия: доля стран Азии с формирующимся рынком в мировой торговле удвоилась, а их доля в мировом ВВП утроилась только за прошлые два десятилетия. Кроме того, созданные странами Азии усиленные основы политики и более прочные институты, в особенности за прошедшее десятилетие, выдержали испытание экономического спада и служат прочным фундаментом на будущее. Помимо этого, население многих стран региона является относительно молодым и будет поддерживать быстрый рост рабочей силы.

Однако ни при каких условиях быстрый экономический рост в регионе не будет продолжаться автоматически. Основываясь на прочном фундаменте своей политики, странам Азии необходимо будет продолжить проведение реформ, направленных на решение трудных задач, которые по-прежнему стоят перед регионом как на ближайшую, так и более долгосрочную перспективу. Например, в течение последних кварталов страны Азии вновь стали привлекать сильные потоки капитала, что стало реакцией глобальных инвесторов на более благоприятные перспективы экономического роста в регионе. Резкое увеличение притока капитала должно тщательно управляться, с тем чтобы не допустить перегрева экономики некоторых стран и усиления их уязвимости перед циклами кредитования и цен на активы и макроэкономической волатильности. Однако страны региона могут также подвергнуться воздействию шоков на глобальных финансовых рынках, поскольку в прошлом также шоки обычно затрагивали страны с формирующимся рынком во всем мире.

В среднесрочной перспективе ключевой задачей экономической политики во многих странах Азии станет укрепление внутреннего спроса с целью сделать его более прочным фактором экономического роста, и уменьшить зависимость от экспорта (см. статью «Более емкие рынки, более дешевый капитал» в настоящем выпуске Ф&Р). Это также поможет преодолеть глобальные дисбалансы. Еще более важным является то, что для многих стран мировой спад указал на экономическую несостоятельность слишком сильной привязки экономического роста к экспорту, который в среднем обеспечивает свыше 40 процентов экономического роста стран Азии (см. рис. 3). Поскольку,

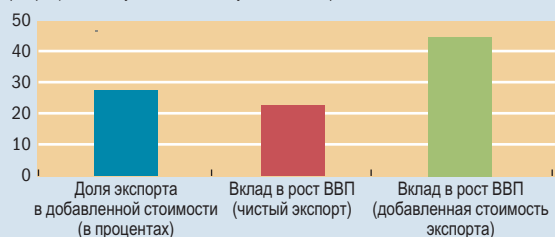


Рисунок 3

### Опора на экспорт

Согласно показателям добавленной стоимости экспорта, Азия является еще более зависимой от экспорта.

(В процентных пунктах, если не указано иное)



Источник: расчеты персонала МВФ.

Примечание. Взвешенная по паритету покупательной способности доля экспорта в добавленной стоимости в 2005 году. Показатели вклада в рост являются средними значениями вклада в рост за трехлетний период в течение 2001–2007 годов.

вероятно, оживление в странах с развитой экономикой, по историческим меркам, будет вялым, а спрос в них, по-видимому, еще в течение некоторого времени не превысит докризисных уровней, странам Азии потребуются восполнить дефицит внешнего спроса вторым, внутренним источником спроса, для того чтобы поддержать сильные темпы роста. До сих пор частный внутренний спрос в небольшой степени способствовал экономическому подъему, но для того чтобы он сохранился, его необходимо поддержать соответствующей политикой. Меры политики будут варьировать: одним странам необходимо будет повысить потребление; другим — поддержать или увеличить инвестиции, особенно в инфраструктуру; а третьи должны будут резко повысить производительность в сфере услуг — и все это в рамках большей торговой интеграции в регионе (см. статью «Вскармливание роста» в настоящем выпуске *Ф&Р*). Многие страны уже принимают меры для улучшения и расширения доступных социальных услуг, в дополнение к развитию финансовых секторов, что поможет повысить внутренний спрос. Одним из компонентов этого пакета мер является большая гибкость обменных курсов, которая поможет повысить частное потребление и переориентировать инвестиции на производство для внутренней экономики.

### Задачи, стоящие перед политикой

В более широком плане многое еще предстоит осуществить в рамках глобализации и программы реформ, чтобы вовлечь

все страны и все население. В последние десятилетия Азия добилась беспрецедентных успехов в сокращении бедности, и один только Китай вывел из состояния бедности несколько сот миллионов человек с начала объявления его реформ в 1978 году (см. статью «Более сильный Китай» в настоящем выпуске *Ф&Р*). Тем не менее, большая доля бедных по-прежнему проживает в Азии, где 17 процентов населения стран Восточной Азии и Тихоокеанского региона и 40 процентов населения стран Южной Азии живет менее чем на 1,25 долл. США в день (см. рис. 4). Более того, финансовый кризис замедлил темпы сокращения бедности в регионе. Согласно оценкам Всемирного банка, в 2010 году в результате кризиса дополнительно 14 миллионов людей в Азии будут жить в бедности. Таким образом, в настоящее время, как никогда, важно разработать и осуществить стратегии, включая реформы для усиления экономического роста и укрепления систем социальной защиты, с тем чтобы уменьшить эндемическую бедность в регионе. Часть стратегии для стран с низкими доходами должна включать способы перехода от сельского хозяйства к промышленному производству как основе долгосрочного экономического роста. Это потребует развития национальной и региональной инфраструктуры для снижения транспортных затрат и интеграции таких стран в региональные системы поставок.

Страны региона, безусловно, хорошо осознают стоящие перед ними трудные задачи и принимают меры по многим направлениям. Их реформы сосредоточены на укреплении основ денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики, усилении внутреннего спроса и углублении торговых и финансовых связей с другими странами. Во многих странах при поддержке инновационных механизмов, таких как партнерства государственного и частного секторов, быстрыми темпами идет развитие инфраструктуры для усиления потенциала экономического роста. Препятствия торговле, в том числе внутри региона, устраняются такими способами, чтобы обеспечить большему числу людей выгоды от международной торговли, в том числе путем обеспечения доступа к новым рынкам и клиентам для экспортеров из малых стран. Азия быстро продвигается по пути более широкого развития региональной интеграции, в том числе посредством внутрирегиональных объединений, таких как Ассоциация стран Юго-Восточной Азии (АСЕАН) и АСЕАН+3 (включает Китай, Японию и Корею), а также межрегиональной интеграции, например, посредством Организации азиатско-тихоокеанского экономического сотрудничества, делая упор на «открытый регионализм».

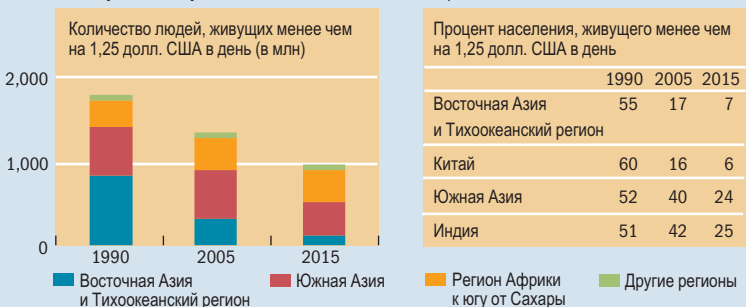
Время Азии настало. Ее роль в мировой экономике продолжает расти как в мировой торговле и финансах, так и в экономическом управлении посредством таких организаций, как МВФ, и она будет еще более усиливаться. Тем временем, страны во всем мире проявляют интерес к успехам Азии в областях развития и приспособления к глобализации. Странами региона накоплен богатый опыт — это опыт стран на различных этапах развития, сталкивающихся с различными трудностями. И широкая глобальная экономика может извлечь из него много полезных уроков. ■

*Ануп Сингх является директором Департамента стран Азиатско-Тихоокеанского региона МВФ.*

Рисунок 4

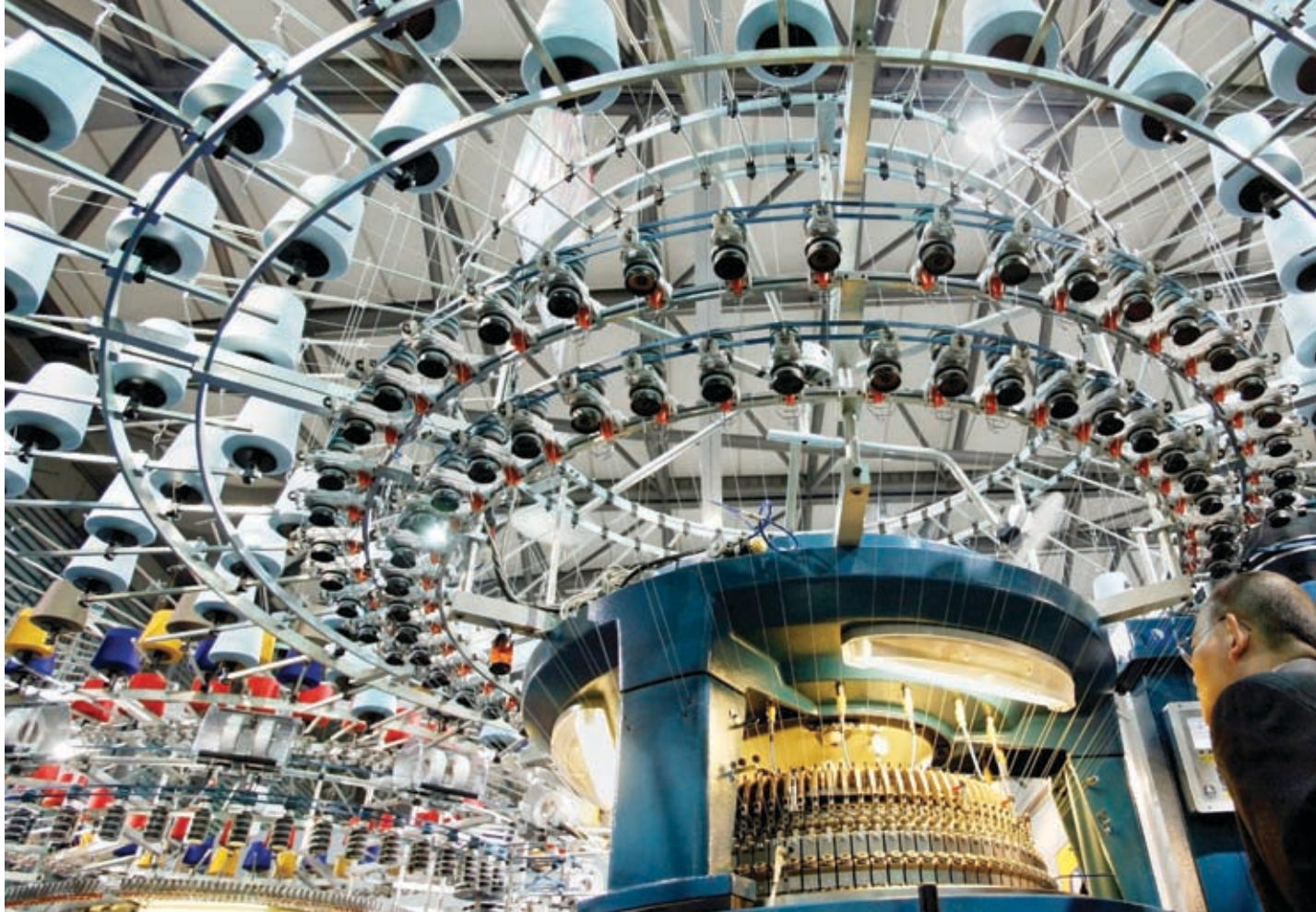
### По-прежнему много бедных

Несмотря на достижения в сокращении бедности, страны Азии по-прежнему имеют самую высокую долю бедных во всем мире.



Источник: Всемирный банк.

Регион	Процент населения, живущего менее чем на 1,25 долл. США в день		
	1990	2005	2015
Восточная Азия и Тихоокеанский регион	55	17	7
Китай	60	16	6
Южная Азия	52	40	24
Индия	51	42	25



Шанхай. Новый международный выставочный центр.

# Более сильный Китай

Линда Юэ

**Китай может выйти из кризиса более сильным, если он повысит внутренний спрос и будет содействовать глобальной интеграции**

**Н**А Западе страны сталкиваются с последствиями глубокого спада и финансового кризиса. Экономический рост в странах с развитой экономикой, большинство из которых имеет высокий уровень национального долга, в лучшем случае является неуверенным. На евро оказывает давление. В то же время Китай имеет высокие темпы роста. Насколько соответствует действительности видимая устойчивость Китая по отношению к спаду?

Положение в Китае лучше, чем в большинстве стран. Он избежал спада и опроверг ожидания, превывсив намеченные темпы роста в размере 8 процентов в 2009 году. Если Китай сможет адаптироваться к мировой экономике, движущей силой в которой в ближайшие несколько лет вряд ли будет потребительский спрос на Западе, то он может выйти из глобального кризиса как никогда более сильным.

## Преодоление кризиса

Ни одна страна не была защищена от глобального финансового кризиса, который начался

в США в 2007 году. Но так как финансовый сектор Китая не вел обширную торговлю производными инструментами, он избежал опустошения, пережитого странами Европы с развитой экономикой. Китай не испытывал сокращения кредита и не был вынужден бороться с последствиями огромного числа так называемых токсичных ценных бумаг, которые подорвали банковские балансы в странах с развитой экономикой. Некоторые из крупных государственных банков Китая были кредиторами уолл-стритовской инвестиционной фирмы Lehman Brothers, крах которой в сентябре 2008 года вызвал состояние, близкое к финансовой панике. Эти банки испытали убытки, составляющие, по оценкам, миллиарды долларов, но они избежали долговременного ухудшения балансов, которое было бы намного более пагубным.

Китай все же пострадал от кризиса на втором этапе: от глобальной рецессии и первого сокращения мировой торговли за 30 лет. Экспорт Китая, на долю которого приходится свыше 30 процентов ВВП, и примерно треть





годового прироста экономики, резко сократился. Падение торговли снизило рост примерно на 3 процентных пункта в 2009 году и приблизительно на 1 процентный пункт в первом квартале текущего года. Вливание средств со стороны Группы 20-ти ведущих стран для поддержки финансирования торговли оказало положительное воздействие, но экспорт еще не вернулся к своей прежней роли как мощной движущей силы роста.

### **Антикризисные меры стимулирования**

В результате кризиса и последовавшего спада в торговле Китай пересматривает значение внутреннего спроса как движущей силы экономики вместо опоры на более изменчивый экспорт. Поэтому в ответ на кризис Китай весной 2009 года принял пакет стимулов в объеме 586 млрд долл. (4 трлн юаней). Правительство продолжало выплачивать средства в рамках стимула в 2010 году в условиях сохраняющегося слабого мирового спроса. Народный банк Китая (НБК) принял меры раньше, начав снижение своей ставки интервенции в августе 2008 года,

когда она составляла 7,47 процента. В результате последних снижений в декабре 2008 года ставка достигла 5,31 процента, в июне 2010 года она оставалась на этом же уровне.

Это сочетание пакета стимулов и снижения процентных ставок привело к повышению темпов роста Китая ко второму кварталу 2009 года. Рост был пониженным (для Китая) на уровне примерно 6 процентов в последние три месяца 2008 года и первые три месяца 2009 года. Рост повысился до 8,7 процента за 2009 год в целом и в четвертом квартале достиг внушительного уровня в размере 10,7 процента относительно предыдущего года. В первом квартале 2010 года темпы подскочили до 11,9 процентов относительно предыдущего года.

Продолжение роста Китая будет зависеть от успеха крупномасштабных бюджетных стимулов, которые в основном ориентированы на инфраструктуру.

Расходы на инфраструктуру основаны на развитии крупного транспортного проекта 11-го пятилетнего плана, начатого в 2006 году. Существующий план предусматривал быстрое освоение расходов и создание рабочих мест на автомобильных и железных дорогах для миллионов работников, уволенных с заводов, ориентированных на экспорт. Более того, создание рабочих мест, по-видимому, действительно происходит, что оправдывает расходы Китая на стимулирование экономики (Orlik and Rozelle, 2009).

Но социальная часть стимула, составляющая меньше 5 процентов, была сочтена недостаточной для стимулирования частного потребления. Она не смогла решить проблему высокого уровня сбережений населения — основной причины низкого внутреннего спроса. Для сдерживания превентивных сбережений Китай добавил 125 млрд долл. США к расходам на здравоохранение позднее в 2009 году (для охвата 200

млн незастрахованных граждан как шаг на пути к всеобщему охвату к 2020 году) и включил примерно 400 млн долл. США на пенсии для работников на селе.

Тем не менее, доля потребления в ВВП в 2009 году оставалась постоянной. Повышение доходов в городах помогло увеличить потребительские расходы, но это увеличение было по сравнению с низкой базой. На долю потребления в Китае приходится лишь 35 процентов ВВП по сравнению с 50 процентами или больше в большинстве стран с рыночной экономикой. Большая часть сельского населения остается малоимущей. В результате, несмотря на прирост розничных продаж на 16 процентов, вклад потребления в рост Китая в 2009 году составил лишь примерно 4 процентных пункта.

### **Рост кредита**

Китай, как и другие крупные страны, прибег к агрессивной бюджетной политике и мягкой денежно-кредитной политике, с тем чтобы бороться со спадом, но в отличие от этих стран, центральное правительство финансировало лишь примерно одну четверть стимула. Остальную часть взяли на себя государственные банки. В результате кредит быстро увеличивался. В 2009 году были предоставлены займы примерно на 1,46 трлн долл. (9,95 трлн юаней), а в 2010 году будут выделены кредиты на 1,09 трлн долл. (7,5 трлн юаней). В ответ на такие меры денежная масса в обращении выросла почти на 30 процентов. Тем не менее, потребительские цены начали расти лишь в конце 2009 года (после девяти месяцев дефляции), что означает, что ликвидность направлялась на покупку активов. Этот рост кредита в экономике с ограничениями на отток капитала означает, что инвестиции в основном имели внутренний характер и увеличивают вероятность вздувания цен на фондовом и жилищном рынке, вызывая опасения относительно банковского кризиса.

Китайский фонд национального богатства, Китайская инвестиционная корпорация, недавно приобрел акции в «большой четверке» государственных банков, в том числе половину Сельскохозяйственного банка Китая. Это можно рассматривать как попытку стабилизировать курсы акций (ввиду обеспокоенности по поводу невозвратных кредитов, которые не являются новой проблемой в системе государственных банков Китая) и повысить коэффициент собственного капитала этих банков. Кроме того, «большая четверка» выпустила в 2010 году новые акции еще на 11 млрд долл. для увеличения своей капитальной базы.

Темпы создания кредита в первом квартале 2010 года, таким образом, уменьшились, и НБК повысил обязательные резервы для банков. Но для достижения целевого роста в 8 процентов в условиях, когда экспорт вряд ли вернется на прежний уровень, Китаю потребуются настойчиво заменять торговлю государственными инвестициями, что по-прежнему будет приводить к наводнению экономики ликвидностью. Более того, отечественная банковская система не является единственным источником денежных средств.

В 2009 году в Китай поступили потоки капитала в объеме свыше 200 млрд долл., значительную часть которых составляют, предположительно, «горячие деньги» или инвестиции спекулянтов. Привлекательность Китая для инвесторов усиливается относительно заниженным курсом юаня, который был привязан к доллару США с начала кризиса. В 2009 году резервы Китая увеличились на 23 процента и достигли рекордной величины в 2,4 трлн долл., две трети резервов хранятся в долларах США.

Поэтому следует приветствовать недавнее решение Китая либерализовать свои операции с капиталом путем содействия оттоку капитала. Реформы будут медленными, частичными и в основном направленными на поддержку политики Китая «выхода за рубеж или на глобальную арену», то есть поощрения китайских фирм к инвестированию за рубежом.

Тем не менее, эти меры должны помочь Китаю перебалансировать свою экономику и уменьшить мировые макроэкономические дисбалансы.

## Новый мировой порядок

Ухудшение глобальных дисбалансов в 2000-е годы служило фоном для финансового кризиса. Повышение роли ведущих стран с формирующимся рынком (Китай, Индия и Восточной Европы) в начале 1990-х годов и ускорение их интеграции в мировую экономику в 2000-е годы привело к росту глобальных дисбалансов и увеличению вдвое численности мировой рабочей силы до 3 млрд человек. Когда Китай присоединился к Всемирной торговой организации (ВТО), а восточноевропейские страны вступили в Европейский союз, более низкие издержки на рабочую силу в этих странах вызвали рост их экспорта и оказали дефляционное воздействие на остальной мир. Но это также привело к росту цен на биржевые товары, в том числе на нефть, что вызвало увеличение профицитов и на Ближнем Востоке.

Глобальные резервные активы с 1998 года выросли в четыре раза, что привело к увеличению спроса на доллар США как глобальную резервную валюту. Это увеличение ликвидности в США повысило потребление в США; ФРС его не сдерживала, поскольку инфляция была низкой отчасти благодаря росту глобальной рабочей силы (Yueh, готовится к печати).

Эти структурные изменения в мировой экономике усиливают необходимость мониторинга глобальных перемещений капитала и установления центральными банками, в том числе ЦБ Китая, процентных ставок, учитывающих цены на активы, не только потребительские цены. США в особенности должны учитывать эффект резервной валюты: из-за спроса на доллар США для хранения в составе резервов других стран, на кривую доходности казначейских векселей США будет оказываться понижающее давление. Поэтому на стоимости заимствования будут сказываться не только внутренние, но и международные экономические условия. Например, ужесточение денежно-кредитной политики может оказаться не столь легким в условиях, когда стойкий спрос на долларовые активы сдерживает доходность и повышает цены облигаций. Это сохраняет стоимость заимствования на низком уровне, точно так же как мягкая денежно-кредитная политика привела к избыточной ликвидности, когда глобальные сбережения содействовали росту заимствования США перед кризисом. Для стран с профицитом, таких как Китай, воздействие мягкой денежно-кредитной политики может быть передано через фиксированные обменные курсы, которые приводят к перетоку капитала из стран с низкими процентными ставками в страны с высокими ставками. Поэтому Китаю следует постепенно изменить свой обменный курс, чтобы предотвратить вздувание цен на внутренние активы в результате притока ликвидности. Повышение гибкости обменного курса юаня перед ужесточением денежно-кредитной политики также будет иметь большое значение: повышение процентных ставок в Китае, когда в США ставка интервенции поддерживается близкой к нулю, только ухудшит приток ликвидности, сведя на нет воздействие мер по ужесточению. Диверсификация и сокращение резервных активов Китая также помогут уменьшить глобальные дисбалансы.

Глобальные дисбалансы уже несколько уменьшились, дефицит по счету текущих операций США в 2009 году упал с 6 до примерно 3 процентов ВВП. В странах, пострадавших от рецессии, увеличиваются сбережения. МВФ прогнозирует, что мировая экономика, сократившаяся в 2009 году на 1,1 процента, вырастет на 4¼ процента в 2010 году и на еще большую величину — в 2011 году. Это превышает среднегодовые мировые темпы роста в 3,2 процента с 1980 по 1997 год, когда Китай и другие крупные страны с формирующимся рынком испытывали активный рост. В то время тем-

пы роста Китая составляли 9 процентов в год, при этом счет текущих операций был намного более сбалансированным, чем сегодня. Соответственно, дефицит счета текущих операций США составлял примерно 1,5 процента ВВП этой страны или менее 0,5 процента мирового ВВП, тогда как сегодня он составляет 3 процента ВВП США или приблизительно 0,7 процента мирового ВВП. Перебалансирование мировой экономики, скорее всего, продолжится, особенно в условиях ослабления потребления США в результате снижения доли заемных средств, что означает более низкие профициты для других стран.

Более низкое потребление на основных рынках Китая (ЕС и США) означает, что в течение нескольких следующих лет рост торговли замедлится, если для китайского экспорта не появятся новые рынки с высокими доходами — маловероятная перспектива, особенно с учетом проблем в зоне евро. Для того чтобы Китай вернулся к сбалансированному в основном счету текущих операций, который был у него в 1990-х годах, и поддерживал свои темпы роста, внутренний спрос в Китае должен составлять большую долю ВВП.

## Две стороны вопроса

Для того чтобы Китай усилил свои позиции в послекризисной мировой экономике, он должен провести реформы, которые повысят внутренний спрос, содействуя при этом глобальной интеграции, что даст Китаю возможность по-прежнему сокращать отставание, поддерживая свои темпы роста. В условиях ослабленной мировой экономики реформы должны превратить Китай в крупную открытую экономику и обеспечить стабильность во время переходного периода путем защиты от внешних шоков при повышении степени интеграции с мировыми рынками.

Экономика Китая должна стать больше похожей на экономику США — большую страну, которая является важным участником мировой торговли, но рост которой в основном определяется внутренним спросом. Если бы Китай укрепил как внутренний, так и внешний спрос, то он меньше бы подвергался воздействию изменчивости мировой экономики; его рост мог бы определяться внутренним спросом даже при увеличении торговли в абсолютном выражении. Поскольку Китай влияет на глобальные условия торговли, он может пересмотреть свою роль и стать крупной страной с открытой экономикой, которая признает выгоды глобальной интеграции и в то же время поддерживает прочную базу внутреннего спроса для своей защиты от наихудших внешних шоков.

## Потребление и государственные расходы

Потребление составляло примерно половину ВВП до тех пор, пока высокие нормы сбережения населения и корпораций не привели к его снижению до рекордно низкой величины, лишь ненамного превышающей одну треть. Но оно может вернуться на уровень 50 процентов начала 1990-х годов, если решить проблему стимулов для сбережения. В случае населения этого можно достичь путем расширения социального обеспечения, а для фирм можно ослабить ограничения кредита, чтобы высвободить кредитование и ликвидировать необходимость в использовании нераспределенной прибыли для роста.

Имеется много возможностей для увеличения расходов государства на социальное обеспечение. Их доля в ВВП составляла 13 процентов в 2008 году и приблизилась к отметке 20 процентов в 2009 году лишь из-за крупномасштабного пакета бюджетных стимулов. Это еще ниже докризисного среднего уровня стран Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) и намного ниже, чем в большинстве других развивающихся стран.

Правительству также следует ускорить урбанизацию, которая может содействовать росту сектора услуг. Это позволит обеспечить дополнительное развитие невенешнеторгового ком-



понтента экономики и создавать места для работников как низкой, так и высокой квалификации. Это хорошо соответствует характеристикам рабочей силы Китая (горожан и мигрантов). Растущие доходы в результате урбанизации части сельского населения должны привести к увеличению потребления.

### **Корпоративные сбережения и либерализация финансового сектора**

Для уменьшения корпоративных сбережений необходим ряд реформ. Сбережения фирм, как государственных, так и негосударственных, превышают даже сбережения населения. Это было очевидным, когда профицит по счету текущих операций Китая после 2004 года превысил 10 процентов ВВП. Доля инвестиций в ВВП сохранилась, хотя обычно инвестиции уменьшаются, когда у стран образуется профицит по счету текущих операций.

Искаженная финансовая система Китая вынуждает частные фирмы сберегать средства, в основном за счет нераспределенной прибыли, для того чтобы расти, поскольку им сложно получать кредиты. Но даже государственные предприятия, которые должны иметь беспрепятственный доступ к кредиту, откладывают средства, поскольку их прибыли облагаются столь необременительными налогами. Государственные предприятия должны платить более высокие налоги и дивиденды.

Полная либерализация процентных ставок должна улучшить распределение кредитов среди фирм негосударственного сектора и дополнительно уменьшить стимулы к сбережениям. Хотя процентные ставки были частично либерализованы в 2004 году, когда были отменены верхние пределы на межбанковские кредиты, по-прежнему действуют нижние пределы для таких ставок, а также верхние пределы для депозитных ставок, что искажает инвестиционные решения. Если бы процентные ставки были освобождены, то это уменьшило бы стоимость финансирования для фирм и, тем самым, необходимость в сбережении средств.

Постепенная либерализация операций с капиталом, в особенности политика «выхода за рубеж», поможет уменьшить сбережения, если фирмы смогут действовать на мировых рынках и им будет разрешено получать финансирование от более развитых зарубежных рынков кредита. Другими словами, фирмы смогут привлекать средства на рынках капитала и не полагаться лишь на банковскую систему Китая с ее ограничениями кредита. Это не только уменьшит стимулы для корпоративных сбережений, но и сократит долю профицита по счету текущих операций, которая финансируется за счет покупки казначейских векселей США благодаря возможности оттока капитала в виде инвестиций вместо накопления инвалютных резервов.

Внешние преимущества на этом не заканчиваются. Либерализация операций с капиталом должна также привести к повышению гибкости обменного курса из-за возросшего спроса на юань. При достаточном оттоке капитала повышающее давление на валюту может даже ослабнуть. Реформы обменного курса и процентных ставок в сочетании должны привести к лучшей сбалансированности внутренней (сбережения /инвестиции) и внешней (платежный баланс) позиций. В результате экономика Китая станет более сбалансированной, что также поможет уменьшить накопление ликвидности из-за глобальных дисбалансов, как это соответствует характеристике крупной открытой экономики.

Улучшение надзора со стороны органов регулирования также будет иметь большое значение. Либерализация должна сопровождаться дальнейшими внутренними и внешними институциональными реформами для углубления финансовых рынков. Например, активное участие в глобальном органе регулирования, Совете по финансовой стабильности, могло бы повысить стабильность, если бы рынки капитала стали во все большей мере регулироваться согласно прозрачным

нормам и законам, обеспечивающим большую определенность и глубину. Это оказало бы положительное воздействие на поведение населения и фирм.

## **Поскольку Китай влияет на глобальные условия торговли, он может пересмотреть свою роль и стать крупной страной с открытой экономикой, которая признает выгоды глобальной интеграции и в то же время поддерживает прочную базу внутреннего спроса для защиты экономики от наихудших внешних шоков.**

Будучи крупной экономикой, Китай заинтересован в том, чтобы признать свое воздействие и помочь в формировании управления глобальными и интегрированными рынками, поскольку на его решениях сказываются международные условия, а они, в свою очередь, влияют на более общий глобальный контекст. Например, Китай является локомотивом роста для Азии и экспортеров биржевых товаров во всем мире, и его обменный курс влияет на мировые цены, тогда как мировые финансовые рынки воздействуют на его денежно-кредитную сферу.

### **Преобразование в крупную открытую экономику**

Китай обладает потенциалом стать быстро растущей, крупной страной с открытой экономикой благодаря поощрению внутреннего спроса и развитию конкурентоспособных на мировой арене фирм. Особенно с учетом все еще низкого уровня развития Китая его интеграция в глобальную экономику принесет блага как Китаю, так и остальному миру. Он может достичь этого путем проведения макроэкономических реформ, которые могут обеспечить стратегически выгодные позиции Китая в меняющейся, неопределенной мировой экономике. Проведя реформы, Китай может выйти из глобального финансового кризиса еще более сильным. Такую хорошую возможность нельзя упустить. ■

*Линда Юэ является директором Центра по изучению роста Китая и научным сотрудником колледжа св. Эдмунда в Оксфордском университете.*

#### *Литература:*

Bergsten, C. Fred, 2009, "The Dollar and the Deficits: How Washington Can Prevent the Next Crisis," *Foreign Affairs* (November/December).

Orlik, Tom, and Scott Rozelle, 2009, "How Many Unemployed Migrant Workers Are There?" *Far Eastern Economic Review*.

Victor, David G., and Linda Yueh, 2010, "New Global Energy Order," *Foreign Affairs*, January/February.

Yueh, Linda, 2009, *The Law and Economics of Globalisation* (London: Routledge).

———, forthcoming, "U.S., China and Global Imbalances," *China Economic Journal*.

# Чжу Минь об экономике Азии



Чжу Минь занимает должность специального советника Директора-распорядителя МВФ. До этого назначения он занимал пост заместителя Управляющего Народным банком Китая (центральный банк Китая) и более десяти лет проработал в коммерческом банковском секторе, будучи одним из сотрудников высшего руководящего звена Банка Китая.

Сотрудник Управления внешних связей МВФ Дэчжи Ма встретился с Чжу Минем вскоре после его вступления в должность в МВФ, чтобы обсудить роль Азии в условиях нового мирового порядка, проблемы глобальной экономики и отношения МВФ с данным регионом, который, по мнению многих, выведет мировую экономику из кризиса.

## Роль Азии в мировой экономике

**Ф&Р: Каким Вы видите будущее Азии в мировой экономике?**

*Чжу Минь:* Очевидно, Азия начинает играть все более заметную роль в глобальной экономике. В 2009 года рост ВВП в США составил -2,4 процента, а в Европе -4,8 процента. В то же время в Индии он был на уровне 7,3 процента, а в Китае — 8,7 процента. Центр экономического развития смещается с Запада в сторону Азии, в частности, в страны Азии с формирующимся рынком. Полагаю, что эта тенденция сохранится в течение хотя бы последующих пяти лет, в результате чего произойдет изменения во всей структуре мировой экономики.

Другая важная для Азии перемена касается ее роли в мировой торговле. Поскольку начался кризис в странах с развитой экономикой, объем торговых потоков из Азии в развитые страны резко сократился. В ответ на это сокращение страны региона еще больше укрепили внутрирегиональные торговые потоки. Могу с уверенностью сказать, что в перспективе торговые потоки между развивающимися странами и странами с формирующимся рынком будут расти очень быстрыми темпами, а страны Азии с формирующимся рынком образуют центр совершенно новой глобальной структуры внешней торговли.

Ввиду того, что темпы роста в странах Азии с формирующимся рынком являются высокими, а в странах с развитой экономикой — достаточно вялыми, мы наблюдаем многоуровневый подъем экономики, идущий разными темпами. Более того, финансовое положение стран Азии с формирующимся рынком намного прочнее, в то время как страны с развитыми экономическими системами продолжают испытывать бюджетные трудности. Таким образом, может начаться перераспределение глобальных активов, в ходе которого страны Азии будут привлекать больший объем капитала.

Сочетание данных элементов будет способствовать большему смещению Азии к центру глобальной экономики будущего.

**Ф&Р: По-видимому, Вы придерживаетесь оптимистичной оценки ситуации. Есть ли какие-либо трудные проблемы в сфере разработки экономической политики в регионе?**

*Чжу Минь:* Я преисполнен оптимизма в отношении будущего Азии и перспектив ее роста. Но это вовсе не означает, что

у Азии нет проблем. Более того, перед странами Азии стоит множество сложных задач. Недавний кризис продемонстрировал всем, что Азия не существует отдельно от остального мира: она действительно является частью мировой экономики и финансов. Вы знаете, насколько упал объем торговли в первом квартале 2009 года. Вам известно о размерах оттока капитала в четвертом квартале 2008 года. Все это говорит о том, что странам Азии еще многое предстоит сделать.

Во-первых, страны Азии должны пересмотреть свою модель экономического роста. В странах Азии все еще во многом сохраняется модель роста, основанная на экспорте. Но мы должны двигаться в сторону модели, ориентированной на внутреннее потребление, с тем чтобы рост был более сбалансированным и устойчивым.

Второй вопрос касается реформы финансового сектора. Кризис показал, что прочный финансовый сектор, который в странах Азии до сих пор так и не сложился, играет весьма важную роль в макроэкономическом управлении. Например, в Азии отсутствует глубокий рынок облигаций, который абсолютно необходим для долгосрочного финансирования. Страны Азии работали над этим вопросом годами, но предстоит сделать еще очень многое.

В-третьих, Азия должна решать проблемы, связанные с глобальными потоками капитала. Стремительный рост потоков капитала в страны Азии с формирующимся рынком ставит перед регионом большие задачи, особенно в 2010 году и в последующие несколько лет. Азиатские страны должны отнестись к решению данного вопроса с большой осторожностью и разработать надлежащие меры политики для выработки долгосрочных решений.

Таким образом, действительно, с одной стороны, у меня позитивный взгляд на перспективы экономического роста в Азии, но, с другой стороны, Азия сталкивается с многочисленными сложными задачами.

## Мнения о кризисе

**Ф&Р: Ваш опыт работы в частном секторе и в качестве работчи́ка экономической политики, несомненно, позволил**



# И НЕ ТОЛЬКО

**Вам выработать уникальный взгляд на глобальный финансовый кризис. На что Вы обратили внимание в первую очередь?**

*Чжу Минь:* Основываясь на своем опыте работы в частном секторе, я могу уверить Вас в важности надлежашего корпоративного управления. Деятельность компании, особенно финансовой, должна быть прозрачной. Она обязана иметь надежные системы управления рисками. В частности, она должна иметь долгосрочные задачи, а не сиюминутные цели по извлечению прибыли. Особенно в финансовом секторе, если вы занимаетесь предоставлением финансовых услуг, вы действительно несете ответственность перед всем обществом.

С точки зрения человека, занимающегося разработкой экономической политики, необходимо поддерживать равновесие между реальной экономикой и финансовым сектором. Наблюдавшиеся события конца 2007 года имели прямое отношение к непомерному разрастанию финансового сектора, который стал обслуживать собственные интересы, а не интересы реальной экономики, что и явилось настоящей причиной финансового кризиса.

Что касается макроэкономического уровня, то я бы сказал, что осмотнительное макроэкономическое управление стало важным вопросом для всех правительств. Во всех кризисах присутствует избыточная ликвидность. Основной вывод из кризиса заключается в необходимости антициклического, осмотнительного макроэкономического управления для предотвращения кризисов подобного рода в будущем.

## Корректировка дисбалансов

**Ф&Р: Каким образом страны могут сообща заняться решением проблемы глобальных дисбалансов?**

*Чжу Минь:* Это весьма сложный вопрос. Дисбалансы уже давно стали проблемой глобальной экономики. Они существуют

во многих формах. Например, дисбаланс счета текущих операций между азиатскими странами с формирующимся рынком и странами с развитой экономикой, а также между странами-экспортерами нефти и странами с развитой экономикой. Настоящая проблема возникает, когда дисбалансы становятся масштабными, концентрированными и устойчивыми. За прошедшие пять лет в некоторых странах устойчиво сохранился профицит торгового баланса, в то время как другие устойчиво имели дефициты. Двадцать лет назад на первую пятерку стран приходилось 22 процента дефицита мирового торгового баланса. Сегодня на первую пятерку стран приходится 76 процентов такого дефицита. Таким образом, он характеризуется весьма высокой степенью концентрации. Это вызывает реальные опасения.

Очевидно, в данных вопросах необходимо глобальное сотрудничество. Необходимо принять ряд мер. Страны с дефицитом должны меньше потреблять и делать больше сбережений, с тем чтобы сократить объемы импорта, и им также следует развивать экспорт. Страны с профицитом должны больше потреблять, меньше экспортировать и увеличивать объем импорта для достижения сбалансированности.

Тем не менее, если смотреть на всю глобальную картину дисбалансов, то необходимо думать о вопросах взаимодополняемости. Сегодняшний мир развит неравномерно. Разные страны находятся на разных уровнях развития, обладают разными преимуществами, в них происходят разные процессы, и производство в них находится на разных стадиях развития. Например, экономика большинства развитых стран ориентирована на сферу услуг, страны с формирующимся рынком ориентированы на обрабатывающую промышленность, это частично отражает разделение труда. Мы наблюдаем это в устойчивом и сконцентрированном дисбалансе, который и является проблемой мировой экономики. Оба аспекта данного вопроса, перебалансирование и взаимодополняемость, будут способствовать повышению производительности и устойчивости мировой экономики, и МВФ должен играть основную роль в данном процессе. ■

## МВФ в Азии

**Ф&Р: Какой Вы видите роль МВФ в Азии?**

*Чжу Минь:* Страны Азии играют важную роль в МВФ, а МВФ, в свою очередь, играет важную роль в Азии. Мне представляется, что обе стороны работают в тесном контакте и с хорошими результатами.

МВФ в Азии выполняет свои функции по трем направлениям.

- **Надзор.** Осуществляется в рамках консультаций со странами в соответствии со Статьей IV и в рамках Программы оценки финансового сектора. Посредством надзора мы пытаемся дать оценку финансовой и экономической ситуации внутри страны, дать рекомендации правительству страны и помочь в создании потенциала для дальнейшего экономического роста. Мы также предоставляем некоторым странам ликвидность в качестве кредитора последней инстанции.

- **Развитие потенциала.** Азия — разнообразный регион, и потребности стран Азии весьма отличаются друг от друга. МВФ предлагает техническую помощь по вопросам осмотнительного макроэкономического управления, моделирования экономического роста, перебалансирования структуры и налоговой политики с целью оказания правительствам содействия в решении стоящих перед ними сложных задач.

- **Подготовка кадров и передача знаний.** МВФ располагает учебными центрами в Китае, Индии, Малайзии и Сингапуре и предлагает представителям директивных органов региона многочисленные курсы, с тем чтобы страны могли повысить свой потенциал.

МВФ обладает обширными знаниями по мировой экономической ситуации и финансовому сектору. МВФ выпускает «Перспективы развития мировой экономики», «Доклад по вопросам глобальной финансовой стабильности», «Перспективы развития региональной экономики: страны Азии и Тихоокеанского региона» и множество других исследований. Эти знания помогают странам данного региона понять остальной мир и стать частью процесса разработки экономической политики. МВФ может сделать очень многое для данного региона. Поэтому он должен продолжать изучение Азии для развития своих связей в регионе.

**Ф&Р: Как, по Вашему мнению, большая роль Азии и Китая в мировой экономике должна отразиться в МВФ?**

*Чжу Минь:* Большинство людей в первую очередь отметили бы, что проводимая в настоящее время реформа квот и прав голоса должна отразить растущую роль Азии и Китая. Было бы правильно предоставить Китаю и Азии более высокий статус в рамках данной организации. Но гораздо важнее, чтобы МВФ стал лучше понимать Азию и Китай и мог передать опыт Азии и Китая остальному миру.

Почему Азия добилась таких успехов? У стран Азии есть свой опыт и свои повествования. Роль МВФ может заключаться и в том, чтобы донести этот опыт до сведения других стран с формирующимся рынком, а может, и до сведения стран с развитой экономикой. Кроме того, МВФ может и должен вывести страны Азии и Китая на мировую арену и предложить им участвовать в процессе формирования глобальной экономической политики.

# Более емкие рынки, более дешевый капитал

**Реформы в финансовом секторе могут способствовать уменьшению стоимости капитала, увеличению инвестиций и достижению равновесия в Азии**

*Санджай Калра*

**М**ЕЖДУНАРОДНЫЕ дебаты по поводу дисбаланса рынков сосредоточены в основном на теме «избыточных» сбережений в Азии. Центральное место в таких обсуждениях чаще всего занимает Китай. Однако баланс между сбережениями и инвестициями в других странах, особенно членах Ассоциации стран Юго-Восточной Азии (АСЕАН), включая Индонезию, Малайзию, Филиппины и Таиланд, также привлекают внимание.

Что же происходит в Азии: она слишком много накапливает или слишком мало инвестирует? Правильный ответ зависит от типа экономики: одним нужно уменьшить сбережения, а другим нужно увеличить инвестиции. Однако меры по устранению дисбаланса подойдут для большинства стран. В недавнем исследовании (Kalra, 2010; Oura, 2008) высказывается мнение, что инвестиции в некоторых странах Азии — в частности, расходы фирм на капитальные вложения — были бы выше, если бы реформы финансового сектора смогли уменьшить стоимость капитала и обеспечить более эффективное распределение капитала. Это смягчило бы дисбалансы.

## Более устойчивые системы

До сих пор экономика стран Азии легче переживала последний экономический спад по сравнению с предыдущими мировыми кризисами. После кризиса 1997 года финансовое состояние азиатских фирм значительно улучшилось. Соотношение между заемными и собственными средствами корпораций снизилось, а их рентабельность и ликвидность повысились. Показатели уязвимости также существенно улучшились, и вероятность дефолта в корпоративном секторе ниже, чем десять лет назад. Таким образом, есть свидетельства более устойчивой практики управления финансами корпораций и стабильности ряда азиатских стран, которые поразил кризис. Финансовые системы в регионе также стали более прочными. В частности, за последнее десятилетие улучшились финансовые показатели банковских систем. Поэтому сегодня страны Азии могут увеличить инвестиционные расходы, чтобы удовлетворить возросший спрос, связанный с изменением баланса в пользу внутренних источников роста, и извлечь максимальную выгоду из подъема мировой экономики.

Как страны Азии будут использовать эту возможность, отчасти зависит от того, насколько эффективно их финансовые системы могут распределить вкладываемые средства между различными инвестиционными проектами, как за счет снижения стоимости капитала, так и за счет направления средств туда, где они более всего необходимы. Реформы финансового сектора могут помочь в решении этих двух задач.

## Возможности расширения

Для финансовых систем ряда стран Азии по-прежнему характерно доминирующее положение банков, небольшие рын-

ки облигаций в национальной валюте и небольшие объемы выпуска корпоративных облигаций на этих рынках. Капитализация фондовых рынков во многих странах является довольно низкой по сравнению с развитыми странами Азии и других регионов мира. Иностранное участие на рынках акций и облигаций также весьма ограничено. К тому же и крупные колебания курсов акций, обусловленные периодическими всплесками притоков капитала, отчасти указывают на незначительную емкость и широту фондового рынка. С учетом всего вышесказанного финансовые системы ряда азиатских стран нуждаются в росте и диверсификации.

Азиатские фирмы действительно заменяют одни варианты долгового финансирования на другие, и они активно искали бы альтернативы банковскому финансированию, если бы рынки капитала были более емкими и более ликвидными. Например, в 2008 году в разгар мирового финансового кризиса в этих странах наблюдался заметный, хотя и временный, рост выпуска корпоративных ценных бумаг на рынках долговых обязательств в национальной валюте. В то время потребности этих фирм в финансировании, по-видимому, были ограниченными, и выпуск корпоративных ценных бумаг отражал переход от банковского финансирования к финансированию через рынки облигаций, с тем чтобы использовать преимущества более низких спредов (Kalra and Oner, 2010).

## Затраты на осуществление хозяйственной деятельности

В финансовых системах стран Азии имеются возможности для снижения затрат и более эффективного распределения капитала. В некоторых странах, включая Индию, Индонезию, Малайзию и Таиланд, стоимость капитала можно дополнительно снизить до уровней, наблюдаемых в других банковских системах региона (Австралия, Корея, Новая Зеландия и Сингапур). Снижение затрат на осуществление банковской деятельности может быть достигнуто посредством реформ финансового сектора, направленных на укрепление банковских балансов, сокращение необслуживаемых кредитов и улучшение качества кредитной информации. Кроме того, в таких странах, как Индонезия, структурная реформа, обеспечивающая снижение кредитного риска, — например, благодаря более четким процедурам залогового обеспечения и банкротства — также может уменьшить ставки по ссудам.

Показатели затрат в банковских системах стран отражаются на общей стоимости капитала для фирм. Простые показатели стоимости капитала четко доказывают это положение: в странах с более высокими затратами на осуществление банковской деятельности стоимость капитала обычно выше (см. рисунок). Ввиду относительно небольших размеров рынков акций и корпоративных облигаций в ряде стран Азии стоимость банковского кредита определяет стоимость капитала. Такие показатели



Финансовый район в Сингапуре.





стоимости капитала (которые учитывают стоимость акционерного и долгового капитала) построены в работе Kalra (2010) в соответствии с принципами, намеченными в Ameer (2007). Это комплексные показатели стоимости капитала в стране, включающие отношения цены к собственному капиталу, перспективы роста, процентную ставку по долгу и ставки налогов на доходы корпораций.

К тому же меры, которые уменьшают стоимость капитала, скорее всего, будут стимулировать инвестиции. Эмпирический анализ капитальных расходов на уровне фирм показывает, что затраты на финансирование являются важным детерминантом капитальных расходов: более низкая стоимость капитала соотносится с более высокими капитальными расходами фирм.

Это утверждение справедливо для целого ряда стран Азии — Индии, Индонезии, Кореи, Малайзии, Тайваня, провинции Китая, и Таиланда — и для альтернативных источников внешнего финансирования капитальных расходов, то есть долговых обязательств и инструментов участия в капитале. Кроме того, в некоторых странах (Корея, Малайзия и Тайвань, провинция Китая) капитальные расходы более чувствительны к стоимости долга, что, возможно, объясняется более высокой капитализацией фондового рынка и значительно более крупными размерами фондовых рынков по отношению к внутреннему валовому продукту.

Это утверждение справедливо для целого ряда стран Азии — Индии, Индонезии, Кореи, Малайзии, Тайваня, провинции Китая, и Таиланда — и для альтернативных источников внешнего финансирования капитальных расходов, то есть долговых обязательств и инструментов участия в капитале. Кроме того, в некоторых странах (Корея, Малайзия и Тайвань, провинция Китая) капитальные расходы более чувствительны к стоимости долга, что, возможно, объясняется более высокой капитализацией фондового рынка и значительно более крупными размерами фондовых рынков по отношению к внутреннему валовому продукту.

### Эффективное распределение

Существуют ли на азиатских финансовых рынках трения — например, высокие транзакционные затраты, осложняющие привлечение компаниями заемных средств, — которые можно устранить посредством реформ? Трения могут возникать по различным причинам, таким как институциональная структура, размер финансового рынка и информационные разрывы. Есть данные, указывающие на то, что подобные трения препятствуют эффективному распределению капитала между секторами и фирмами в Азии.

Разумеется, трения и финансовые ограничения зависят от сектора и страны, особенно по сравнению с более разви-

тыми рынками, например США, и поэтому ограничения, определяющие возможности перебалансирования, скорее всего, в разных странах неодинаковые. Кроме того, существуют и различия между сегментами финансовой системы.

Для одних стран, таких как Индия и Таиланд, есть данные о трениях в финансовом секторе в целом и о финансовых ограничениях, с которыми сталкиваются фирмы. В других странах признаки наличия финансовых трений не столь выражены. В Корее, Малайзии и провинции Китая Тайвань — странах с более емкими небанковскими сегментами — финансовые системы, по-видимому, обеспечивают более эффективное распределение капитала. В частности, рынки акций и долговых обязательств, как представляется, распределяют финансирование между секторами и фирмами лучше, чем банковские системы.

Но это относится только к фирмам, зарегистрированным на фондовой бирже, которые имеют доступ к внешнему финансированию. Вместе с тем многие фирмы — преимущественно мелкие и средние предприятия, ценные бумаги которых не котируются на бирже, — в ряде стран не имеют возможности обратиться за внешним финансированием через организованные финансовые рынки. Для этих фирм финансовые ограничения остаются острыми. Они в значительной степени зависят от внутренних источников финансирования своего роста. Можно ожидать, что реформы финансового сектора ослабят финансовые ограничения для не зарегистрированных на бирже фирм.

### Меры по реформированию

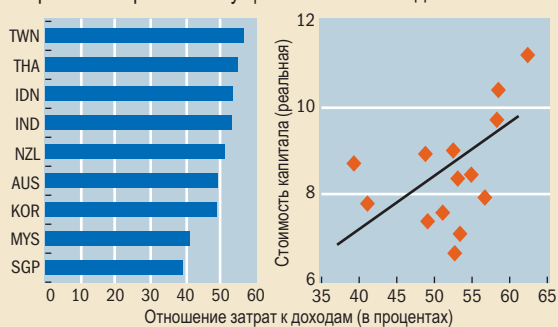
В странах Азии на национальном и международном уровнях уже реализуются инициативы по расширению и реформированию финансовых систем. Например, в Таиланде был разработан Второй Генеральный план развития финансового сектора и Генеральный план развития рынков капитала. Малайзия недавно приняла меры по дальнейшей либерализации финансового сектора и развитию исламских финансов как в банковском секторе, так и на рынках капитала. На международном уровне в 2003 году началась реализация Инициативы по развитию азиатского рынка облигаций, выдвинутой странами АСЕАН, — Китаем, Японией и Кореей (АСЕАН+3). Ее целью является создание эффективных и ликвидных рынков облигаций в Азии, которые будут способствовать использованию азиатских сбережений для инвестиций в Азии. Эта инициатива обеспечила существенное продвижение в плане содействия развитию рынков облигаций в национальной валюте. В настоящее время осуществляется объединение паназиатских бирж в общую сеть, призванную способствовать трансграничному передвижению капитала в регионе АСЕАН.

Подобные реформы на азиатских финансовых рынках позволяют увеличить их емкость и эффективность. Это, в свою очередь, поможет уменьшить стоимость капитала, увеличить инвестиции и установить равновесие в Азии. ■

Санджай Калра является заместителем начальника отдела Департамента стран Азиатско-тихоокеанского региона МВФ.

### Затраты на осуществление банковской деятельности

Банковские системы некоторых стран Азии могут сократить затраты на осуществление своей деятельности.



Источник: Bankscore, Worldscope, и оценки персонала МВФ.  
Примечание. HUN — Венгрия, POL — Польша, BRZ — Бразилия, TWN — Тайвань, провинция Китая, THA — Таиланд, IDN — Индонезия, IND — Индия, MEX — Мексика, CHL — Чили, PHP — Филиппины, NZL — Новая Зеландия, AUS — Австралия, KOR — Корея, MYS — Малайзия, SGP — Сингапур.

### Литература:

Ameer, Rashid, 2007, "Time-Varying Cost of Equity Capital in Southeast Asian Countries," *Asian Economic Journal*, Vol. 21, No. 2, pp. 207–38.

Kalra, Sanjay, 2010, "Thailand: The Corporate Sector, Financial Reforms, and Rebalancing" (unpublished).

———, and Ceyda Oner, 2010, "Asian Local Currency Bond Markets: A New 'Spare Tire'?" (unpublished).

Oura, Hiroko, 2008, "Financial Development and Growth in India: A Growing Tiger in a Cage?" *IMF Working Paper 08/79* (Washington: International Monetary Fund).

# Вскармливание роста

**Содействие развитию сферы услуг в Азии —  
еще один способ восстановить баланс и дать  
толчок экономическому росту**

*Олаф Унтербердоерстер*

**А**РЧАНА НАНАНЧЕРЛА относит экономические успехи Индии на счет склонности ее соотечественников к труду. «Мы работаем упорнее, чем другие ... это черта индийцев», — объявляет она. Но, возможно, это сама Нананчерла и люди, как она — образованные, работающие в сфере услуг и имеющие растущий располагаемый доход — являются реальным ключом к объяснению экономического роста в Индии, идущего за счет внутренних источников.

Нананчерла сразу после окончания института получила работу в компании Tata Consultancy Services — крупнейшей в Индии фирме, работающей в сфере информационных технологий и обеспечения аутсорсинга коммерческих процессов. Сейчас она занимает должность руководителя проекта, в ее подчинении находится до 120 человек, а заработная плата составляет примерно 5 000 долларов в месяц. Стиль жизни Нананчерлы служит ценным уроком для других стран Азии, стремящихся поддержать свою энергию роста.

## **Поддержание темпов роста в Азии**

Индия отличается от многих других стран Азии, фундаментом роста для которых был экспорт продукции обрабатывающей промышленности. Это стало особенно очевидно в ходе глобального спада 2008–2009 годов, когда спад спроса со стороны США и Европы непропорционально сильно ударил по региону (см. статью «Азия идет впереди» в настоящем выпуске «Фир»). Ключевой задачей для Азии в среднесрочной перспективе будет уменьшение своей зависимости от экспорта и укрепление внутренних источников роста, примером чего уже служит Индия.

Многие наблюдатели считают, что виной несбалансированного роста в Азии является слабость частного потребления — что часто называется «неумеренностью сбережений» в Азии — или инвестиций. Однако на стороне предложения расширение производства в развивающейся сфере услуг в Азии приведет к восстановлению этого баланса и станет толчком для экономического роста.

В некоторых странах Азии потребление или инвестиции могут быть слишком низкими, но они не могут характеризоваться как слабые. Отношение потребления и инвестиций к валовому внутреннему продукту (ВВП) различается между странами региона в широких пределах. Если при этом учесть конкретные особенности отдельных стран и долгосрочные исторически сложившиеся нормы, мы обнаруживаем еще больше нюансов. Эмпирические свидетельства в отношении несбалансированности на стороне внутреннего спроса являются неоднозначными.

При этом легко упустить из вида тот факт, что высокая зависимость от экспорта имеет и аспекты, определяемые на стороне предложения. Внешняя зависимость Азии привела к несбалансированной структуре производства, характеризующейся чрезмер-



ным сдвигом в пользу внешнеторговой продукции, то есть продукции обрабатывающей промышленности, которая в целом соответствует продукции промышленного сектора (IMF, 2010). Например, вклад данного сектора в ВВП в Китае, составляющий примерно 50 процентов, почти в два раза выше среднего показателя по странам Организации экономического сотрудничества и развития и более чем на 10 процентных пунктов ВВП выше среднего показателя для стран с низкими и средними доходами в мире в целом. Эта чрезмерная опора на промышленное производство также характерна и для других стран Азии с формирующимся рынком, в частности входящих в Ассоциацию стран Юго-восточной Азии (АСЕАН-4), и даже для стран с развитой экономикой, таких как Япония и Корея (см. рис. 1). Во всех этих случаях отмечается высокий вклад промышленности в ВВП, часто на 5–10 процентных пунктов выше, чем в других сравнимых странах.

За последнее десятилетие чрезмерная опора на промышленность еще увеличилась, и глобальные экономические исследования подтверждают, что в Азии доля промышленности в ВВП выше нормы, особенно в Китае и странах АСЕАН-4.

## **Услуги с улыбкой**

Учитывая зависимость Азии от экспорта, неудивительно, что доля услуг в ВВП, как правило, является низкой по международным меркам. Например, в 2008 году доля сферы услуг в ВВП Китая была почти на 13 процентных пунктов ниже среднего для стран с низкими и средними доходами. То же справедливо даже в случае Сингапура, который как финансовый центр имеет основанную на услугах экономику. Характеристики занятости, в частности распределение рабочей силы между сельским хозяйством, промышленностью и сферой услуг подтверждают тот факт, что в странах Азии промышленность развита чрезмерно, а сфера услуг — недостаточно.

Доминирующая роль промышленности была важным фактором динамичного роста в странах Азии и быстрого повышения уровня жизни. Ускоренная индустриализация позволила сотням миллионов рабочих отказаться от низкооплачиваемых рабочих мест, особенно в сельском хозяйстве Азии, где уровень производительности остается очень низким (см. рис. 2). Однако в будущем рост будет определяться сферой услуг. По мере того как страны Азии, начиная с Японии и Кореи, входят в постиндустриальный мир, необходимо, чтобы рабочие места создавала сфера услуг, а уровень производительности в ней должен догнать достигнутый в странах с развитой экономикой. В последние годы и до настоящего времени рост производительности в сфере услуг в Азии находился в застое по сравнению с США.

Тогда как сфера услуг может помочь странам Азии добиться более высокого и более сбалансированного роста?

Возможно, ответом является Индия. Сфера услуг была одним из наиболее динамичных секторов экономики страны, имевшим



определяющее значение для роста ВВП в течение последних двух десятилетий. В отличие от других стран Азии, темпы роста производительности в сфере услуг в Индии, как правило, были выше, чем в промышленности, благодаря таким факторам, как:

- прогресс в средствах связи, который дал огромному количеству образованных, говорящих по-английски индийских работников доступ на внутренние и глобальные рынки;
- успешное снижение степени регулирования услуг;
- приватизация;
- прямые иностранные инвестиции;
- реформы финансового сектора.

### Раскрытие потенциала роста

Широкие эмпирические исследования указывают на то, что снижение регулирования и открытие для иностранной конкуренции могут раскрыть потенциал роста в сфере услуг, а расширение доступа к финансовым услугам, особенно для более мелких компаний, занимающих доминирующее положение в основных сферах услуг, таких как розничная торговля, может способствовать устранению ресурсных ограничений для роста. Например, в Корею на мелкие и средние предприятия приходится 80 процентов продукции сферы услуг.

В некоторых случаях повышение обменного курса может способствовать перемещению ресурсов в сектор невнешнеторговых товаров, поскольку оно ведет к повышению их относительных цен. Это, в свою очередь, приводит к снижению нормы прибыли в секторе внешнеторговых товаров и увеличению нормы прибыли в секторе невнешнеторговых товаров. Аналогичным образом, реформы рынка труда, призванные облегчить найм и увольнение работников, а также создающие стимулы к переподготовке, могут способствовать достижению гладкого перераспределения ресурсов. Во многих странах Азии уже проводятся меры политики, направленные на повышение конкуренции в сфере услуг, связанных с инфраструктурой, на

открытие розничной торговли и финансового сектора и на снятие ограничений для иностранных компаний к работе в сфере социальных услуг, таких как здравоохранение и образование.

Эти реформы положительно сказываются на сфере услуг и одновременно укрепляют внутренний спрос. Со времени кризиса в Азии инвестиции на уровне компаний в странах АСЕАН стали более чувствительными к наличию доступных внутренних средств. Компаниям трудно получить банковские ссуды и заручиться доступом к другим внешним средствам для финансирования инвестиций. Эта проблема особенно остра в случае мелких, ориентированных на внутренний рынок фирм, работающих в сфере услуг.

### Потепление инвестиционного климата

Доступ к финансированию для более мелких и ориентированных на услуги фирм можно укрепить за счет расширения кредитования, основанного на учете риска; за счет внесения поправок в законы о залоге, чтобы позволить коммерческим предприятиям предоставлять в обеспечение ссуд более широкий спектр объектов активов, чем только недвижимость и иные близкие к ней основные фонды; а также увеличения общего фонда финансирования в форме венчурного капитала с помощью целевых налоговых льгот, как это было сделано в Малайзии. Меры по углублению имеющейся кредитной информации и расширению сферы охвата кредитных реестров (примером являются Филиппины, где в 2008 году была создана «Корпорация кредитной информации») способствуют тому, что у банков повышаются возможности оценивать кредитный риск. Доступ к финансированию также может повышаться за счет уменьшения кредитного риска, когда используется модернизированная система корпоративной реструктуризации для мелких и средних предприятий.

Например, корейская корпорация Korean Asset Management Corporation успешно создала рынок проблемного корпоративного долга за счет покупки необслуживаемых ссуд у банков, формирования из них пакетов соответствующих долговых инструментов для продажи инвесторам. Аналогичные компании могут специализироваться и на реструктуризации проблемного долга мелких компаний.

Улучшение общего инвестиционного и делового климата создает условия для роста в Азии, в большей степени опирающегося на сектор услуг. Но хотя проведенные после кризиса в Азии структурные реформы сыграли существенную роль, восприятие ситуации пока еще не соответствует новой реальности. Например, показатели, основанные на настроениях инвесторов, в частности, в отношении качества управления — снизившиеся с финансовым кризисом в Азии — по-прежнему отстают от соответствующих показателей в странах с развитой экономикой и оказывают сдерживающее влияние на инвестиции. Странам Азии необходимо продолжать работу, направленную на повышение конкурентоспособности своих рынков товаров и труда, как это сделал САР Гонконг с принятием закона о конкуренции; выравнивание условий ведения деятельности для иностранных инвесторов, как это недавно сделала Малайзия, уменьшив ограничения на иностранные инвестиции в сфере услуг; и обеспечение гарантий исполнения контрактов и преодоление административных узких мест — шаг, предпринятый в Индонезии и Малайзии, где для иностранных инвесторов создана одноэтапная процедура прохождения всех формальностей. Только за счет подобных мер Азия сможет раскрыть весь свой потенциал роста, и жители этого континента, такие как Нананчерла, смогут строить свою веру в завтрашний день не только на способности своего народа к упорному труду. ■

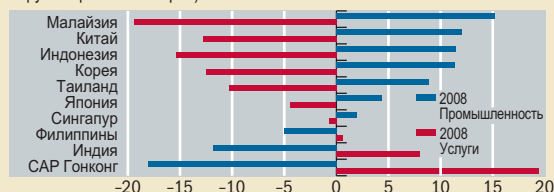
*Олаф Унтербердоерстер — старший экономист в Департаменте стран Азиатско-тихоокеанского региона МВФ. Данная статья основана на исследовании автора, проведенном совместно с Адиллом Мохаммадом и Папа Ньдьёе и опубликованном в 2010 году: Adil Mohammad and Papa N'Diaye "Does Asia Need Rebalancing?" Chapter 3, Regional Economic Outlook: Asia and Pacific (April).*

Рисунок 1

### Чрезмерно развитая промышленность, недостаточность сферы услуг

В большинстве стран Азии на промышленность приходится слишком большая часть ВВП, а доля услуг невелика.

(В процентных пунктах; доля в стране за вычетом соответствующей доли в группе сравнимых стран)



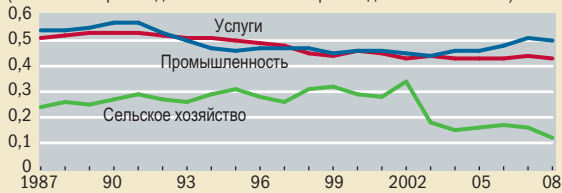
Источники: World Bank «World Development Indicators» и расчеты персонала МВФ. Примечание. Определения групп сопоставимых стран основаны на данных World Development Indicators. Использовалось следующее отнесение к группам сравнимых стран: САР Гонконг, Корея, Сингапур, Япония — ОЭСР; Индонезия, Китай, Таиланд, Филиппины — страны с низкими и средними доходами; Индия — нижняя группа стран со средними доходами; Малайзия — верхняя группа стран со средними доходами.

Рисунок 2

### Стагнация в сфере услуг

Сфера услуг в Азии является потенциальным двигателем роста.

(Отношение производительности в Азии к производительности в США)



Источники: World Bank, World Development Indicators, и оценки персонала МВФ.

# Необычный революционер

*Ен Сун Кан представляет корейского активиста Янга Хасунга*

**К**АМПАНИЯ Янга Хасунга против непрозрачной практики бухгалтерского учета на крупных предприятиях Кореи чуть не сорвалась в самом начале из-за робкого молодого юриста. В 1998 году Янг и его сторонники подали групповой иск против корейского промышленного гиганта Samsung Electronics, обвинив его в незаконных политических пожертвованиях и предоставлении не разрешенных по закону субсидий своему неблагополучному филиалу. Ввиду скудных имеющихся средств, для борьбы за начатое им дело Янг был вынужден прибегнуть к услугам другого активиста, новоиспеченного молодого юриста. Samsung, в свою очередь, нанял самого именитого специалиста, «короля исков», как его называли в местных юридических кругах. Как следствие, в условиях преобладания конфуцианских традиций, по которым старшинство автоматически имеет дополнительное влияние, молодой юрисконсульт истца находился в невыгодном положении, как из-за своего возраста, так и неопытности.



После первого слушания этот молодой юрист подошел к Янгу и сказал в отчаянии: «У нас нет никаких шансов. Судьи и другие юристы обращаются со мной как с ребенком». Янг, который теперь является деканом школы бизнеса в одном из самых престижных учебных заведений, Корейском университете, смеется, вспоминая этот эпизод. «Такое вопиющее неравенство сил!» — говорит он, но затем его тон вдруг становится серьезным. Отметая пораженческие настроения еще до завершения слушаний по иску, он сказал ему: «Послушай, ты защищаешь правое дело — справедливость. Он работает ради денег. В этом огромная разница. Ты привержен идее. У него только финансовые стимулы. Так что не переживай».

В итоге Янг и его адвокат выиграли это дело, один из первых в Корее исков от имени миноритарных акционеров против директоров промышленного гиганта. Это решение суда стало вехой в истории корпоративного права Кореи. А что же молодой адвокат? «Его имя теперь в учебниках по юриспруденции», — говорит Янг.

Те же убежденность и оптимизм, которые Янг проявил в 1998 году, служили ему опорой в течение более чем десяти лет кампаний за права акционеров и совершенствование корпоративного управления, когда он сталкивался с угрозами его личной безопасности, потерей друзей, отвернувшихся от него из-за его активизма, и обвинениями в прислуживании иностранцам.

### Тропа активизма

Янг, которому сейчас 56 лет, не типичный революционер, и его жизнь могла сложиться совсем по-другому. Получив докторскую степень в области финансов в Школе бизнеса имени Уортона Пенсильванского университета, он мог бы затеряться в академических кругах или устроиться на надежную пожизненную работу в одной из ведущих промышленных групп Кореи (которые впоследствии стали объектом его активизма). Однако, вернувшись из США, он узнал, что один из главных уроков, которые он извлек из своей учебы — о том, что первоочередной целью фирм является повышение стоимости их активов в интересах акционеров, — по его мнению, не соблюдался в гигантских промышленных конгломератах, доминировавших в корейской экономике. Вместо этого, эти «чеболы» (см. вставку) управлялись основателями компаний как личные вотчины, без соблюдения прозрачности или подотчетности.

«Все сосредоточивалось на одном управляющем лице, которого называли «председателем»; иногда о нем говорили как о «владельце». Но если посмотреть структуру собственности, он не является владельцем. Он лишь миноритарный акционер с совсем небольшой долей, и это относится к большинству чеболов, — говорит Янг. — В чем источник его никем не оспариваемой власти? И почему он злоупотребляет этими контрольными полномочиями для извлечения личной выгоды? [В то время] никто не поднимал этот вопрос», — вспоминает он.

Как следствие, Янг начал кампанию за повышение подотчетности и прозрачности в гигантских семейных конгломератах, которые все еще доминируют в значительной части корейской экономики. Эта акция была организована при содействии созданной на низовом уровне гражданской группы «Народная солидарность в борьбе за широкую демократию» (НСШД), которую помог основать Янг и которая теперь стала одной ведущих неправительственных организаций страны. Ее излюбленным оружием были групповые иски миноритарных акционеров. НСШД добивалась назначения внешних директоров, проливая свет на непрозрачную практику учета и требовала учитывать интересы акционеров.

В начальный период своей активной гражданской деятельности Янг называет себя «оводом» на слоновьем теле чеболов. В то время в Корее почти отсутствовало понятие прав акционеров, не было и адекватного перевода термина «корпора-

тивное управление». Законодательство, по которому акционеры могли выдвигать предложения на собрании акционеров лишь при условии владения пятью процентами акций компании, создавало колоссальный барьер для желающих бросить вызов могуществу чеболов. Компании отмахивались от его первых попыток призвать их к ответу. Противостояние с банком «Корея Ферст Банк» зашло в тупик, когда банк отказался предоставить ему доступ к протоколам заседаний правления, корпоративным документам и реестрам акционеров. Не имея возможности установить личность многочисленных мелких держателей акций, Янг и его сторонники вышли на улицы. Вооружившись транспарантами, они ходили перед брокерскими конторами, призывая акционеров обращаться к ним.

Начатая Янгом кампания вызвала недоумение у многих его друзей, родственников и коллег. В тесно взаимосвязанном корейском обществе многие из них работали в тех самых компаниях, с которыми он воевал, и они настаивали, чтобы он прекратил свою «подстрекательскую» деятельность. Его клеймили как противника интересов бизнеса, непатриота Кореи, возможно, даже коммуниста, а такое обвинение неизбежно вызывало подозрительность и пренебрежительное отношение.

### Поборник рыночных принципов

Янг отнюдь не коммунист, он безоговорочно верит в рыночную экономику, и эта вера сочетается у него со стремлением работать на благо общества. «Мне очень нравится зарабатывать деньги, — говорит он. — Нет ничего плохого в том, чтобы делать деньги в рыночной системе. Если все участники системы — акционеры, сотрудники, общество — зарабатывают деньги, и при этом мы улучшаем компанию и общество, это беспроигрышная ситуация для всех сторон».

Стремление к общественному благу может быть одним из главных побудительных мотивов для Янга, но оно не основывается на каких-либо этических или моральных постулатах. Его негодование скорее коренится в убеждении, что коррупция в корейских фирмах не дает рыночным силам надлежащим образом работать. Коллега Янга Даджон Ли охарактеризовал этого борца как «капиталиста западного толка». Ли так отозвался о своем друге: «Он считает, что деньги — это движущая сила перемен. Дело не в справедливости, а в убеждении, что компании должны зарабатывать деньги, а председатель должен зарабатывать деньги для компании».

Янг также выиграл от того, что оказался правильным человеком на правильном месте в правильное время. Несомненно, Азиатский финансовый кризис 1997–1998 годов произошел вовремя с точки зрения кампании Янга. Когда он начал свою активную общественную деятельность, кризис беспрецедентно ярко высветил методы учета и управления в чеболах страны и их причинную роль в самом тяжелом спаде в современной истории Кореи. Он привлек внимание к запутанной паутине перекрестного владения активами между материнской компанией чебола и ее филиалами, которое использовалось для сокрытия экономической несостоятельности этих филиалов и защиты их от враждебного поглощения. Эти субсидии и неясность структуры перекрестного владения также приводили к неприемлемым уровням долга и конфликтам интересов.

В разгар спада в Азии Янг выступил с критикой плана Samsung Electronics предоставить гарантии долга своей дочерней автомобильной компании, испытывавшей финансовые трудности. Это был один из многих вопросов, которые он и его последователи хотели поднять на годовом собрании Samsung Electronics в 1998 году. Это мероприятие приобрело почти культовый статус среди гражданских активистов Кореи, занимающихся вопросами корпоративного управления. В этот день Янг и его сторонники более

13 часов перебивали и допрашивали директоров компании, более привыкших к тому, что собрания акционеров послушно утверждают все их решения. В тот раз активистам не удалось решить проблему с Samsung Motors, но действия Янга и НСШД в более широком плане положили начало действиям некоторых чеболов Кореи, таких как SK Group и LG, по разделению их холдинговых компаний и операционных структур.

Были и неизбежные неудачи: поражения в судах, непонимание общественностью и обвинения в том, что активисты подрывают доверие к экономике Кореи. Однако изменение корпоративных норм и информирование общественности составляют не менее важный аспект деятельности Янга и его сторонников, чем выигрыш или проигрыш судебных исков. Азиатский кризис также способствовал повороту в общественном мнении — многие из тех, кто искоса смотрел на Янга, понемногу осознали, что чеболы должны измениться по своей воле, или нужно заставить их провести преобразования. Либеральное правительство Ким Дэ Чжуня, победившее на выборах в самом начале кризиса, предприняло целый ряд реформ корпоративного регулирования, которые продолжались при второй левоцентристской администрации. В числе этих реформ было снижение порогового ценза для вынесения предложения на собрание акционеров до 1 процента, а затем до 0,01 процента акций, введение требования о назначении четверти директоров из числа лиц, не являющихся сотрудниками компании, новый закон о ценных бумагах, отражающий интересы миноритарных акционеров, и ужесточение правил раскрытия информации, бухгалтерского учета и отбора кандидатов в члены совета.

## Республика Чебол

Кореец может провести целый день в мире, созданном Samsung. Утром он может выйти из построенной Samsung квартиры и поехать в офис в своем автомобиле производства Samsung (Renault), разговаривая по дороге по сотовому телефону марки Samsung. Он может купить обед в принадлежащем Samsung универсаме и употреблять продукты, производимые и распространяемые Samsung (Cheil Jedang), разогретые в микроволновой печи Samsung, сидя перед телевизором Samsung.

Масштабы проникновения чеболов в корейское общество таковы, что в этой стране Северо-восточной Азии осталось очень немного сторон жизни, не затронутых распространяющимся влиянием гигантских корейских корпораций, основанных семьями. Samsung Group — лишь самая крупная и влиятельная из них. Она производит около 20 процентов валового внутреннего продукта Кореи, что снискало ей прозвище «Республика Samsung».

Чеболы служат источником быстрого экономического развития Кореи. При военной диктатуре Пак Чжон Хи в 1970-е и 1980-е годы правительство определяло общие планы роста промышленности; чеболы приводили их в исполнение. В этой системе директивного капитализма правительство выбирало компании для промышленных проектов, поддерживаемых кредитами, которые предоставлялись по низким ставкам контролируемым государством банками. Сфера деятельности чеболов распространилась на широкий круг предприятий в промышленности и сфере услуг, защищенных от иностранной конкуренции и получающих выгоду от подразумеваемого участия государства в риске и государственных гарантий. Экономически прибыльные виды деятельности оказались в руках ограниченного числа конгломератов.

Присущие чеболам высоко централизованные, авторитарные системы управления сосредоточивались вокруг влиятельных председателей — основателей компаний и их ближайших родственников. Судьба этих семей чеболов, ближайшей группы в Корею к тому, что можно считать лицами королев-

## История борьбы

Зная биографию Янга, пожалуй, не удивитесь, что он в нем живет боевой дух. Его семья происходит из южного города Кванчжу, широко известного в Корею своими традициями протеста. Один из его близких родственников погиб во время исторических массовых демонстраций 1980 года в его родном городе против правившей в то время военной диктатуры. У Янга славная родословная. Во время японского колониального правления его дед боролся за независимость Кореи, а брат деда участвовал в военных действиях против японского правления. Он происходит из богатой и образованной семьи (как шутит его друг, «в этой семье у каждого докторская степень»), где служение обществу является наследственной чертой. Его дядя и сестра занимали высокие государственные должности, и на его плечах лежит груз ответственности, возлагаемый, согласно конфуцианской культуре, на старшего сына в семье.

Объявленная самим Янгом борьба за благо общества превратила его из маргинального протестующего в уважаемого общественного деятеля. Однако это крепнущее уважение в обществе вновь подверглось суровому испытанию, когда он перевел огонь с чеболов на малые и средние компании. Янг объясняет такой перенос центра внимания состоявшейся у него беседой с европейским финансистом, который говорил с ним на понятном им обоим языке, языке рынка. Этот финансист, имени которого Янг не называет, сказал своему корейскому другу: «Твоя стратегия, как мне кажется, состоит в извлечении выгоды из недооцененных активов. Очевидно, что [в Корею] есть активы, которые оценены неправильно, недооценены или не были капитализованы. И один из та-

ской крови, — не перестает интриговать общественность. В ряде случаев сан председателя передается уже третьему поколению в семье. Семья председателя, основавшего компанию, обычно сохраняет за собой контроль над бизнесом посредством перекрестного владения, хотя ее экономическая доля в компаниях основных групп могла со временем сократиться во многих случаях до менее чем 10 процентов.

К концу 1980-х годов чеболы заняли господствующее положение в промышленном секторе Кореи, в особенности в обрабатывающей промышленности, торговле и тяжелой промышленности. Они начали продвигаться на мировые рынки, используя в качестве источников финансирования дешевые государственные кредиты и чрезмерный леверидж. В 1997 году, накануне Азиатского финансового кризиса, отношение долга к собственному капиталу крупнейших 30 чеболов превышало 530 процентов, причем значительную часть долга составляли краткосрочные кредиты.

Однако для многих из них такой уровень долга оказался непосильным. Кризис стал предвестником краха около половины из 30 ведущих конгломератов. Выжившие фирмы радикально сократили общий объем краткосрочного и долгосрочного долгового финансирования; кроме того, ведущим 30 группам более не разрешается предоставлять внутригрупповые гарантии, а уже предоставленные гарантии были отменены.

Корейцы очень неоднозначно относятся к этим доморощенным двигателям экономического роста. Присущий корейцам эгалитарный инстинкт означает, что они с глубокой подозрительностью воспринимают накопление богатства семьей, контролирующей компанию, но при этом все еще гордятся успехами чеболов на мировом уровне. Они признают, что судьба опирающейся на экспорт экономики страны зависит от судьбы гигантских конгломератов — настолько, что угрозы обуздать их влияние и власть традиционно вызывают предостережения о пагубных последствиях этих мер для экономики.



ких недооцененных активов — это ты». Финансист призвал Янга «подкрепить слова деньгами» и стать частным предпринимателем. «В этой капиталистической рыночной экономике, если не делаешь деньги и не демонстрируешь реальные результаты, никого не убедишь в своей правоте», — сказал он ученому.

Это разговор дал Янгу пищу для размышлений, но и на этот раз ему повезло встретить правильного человека в правильное время и в правильном месте. Когда Янг участвовал в демонстрациях перед брокерскими конторами и призывал малых акционеров дать о себе знать, на него обратил внимание Ли, который в то время работал управляющим активами в США. Ли заинтересовался этим активистом, познакомился с ним, и у них завязалась дружба. Ли оказал поддержку кампании Янга, делегируя ему свои права голоса в Samsung, чтобы этот активист мог выступать на собраниях акционеров.

### Возмещение дисконта

Спустя примерно десятилетие Ли, который был в то время сотрудником компании Lazard Asset Management, помог создать «Корейский фонд корпоративного управления» (КФКУ). По словам Янга, принятого на работу в качестве специального советника, начальный капитал фонда составлял около 35 млн долларов США. Теперь, как он сообщает, этот капитал вырос до 250 млн долларов США, и его личная «марка» настолько узнаваема, что фонд теперь известен в стране как фонд Янг Хасунга. Его цель состоит в том, чтобы способствовать реализации потенциала малых и средних компаний путем совершенствования их корпоративного управления и преодоления традиционной недооценки акций корейских компаний, которую часто называют «корейским дисконтом».

Распространено представление, что корейские акции торгуются ниже своей истинной стоимости ввиду более высокого риска, который принимают инвесторы, выходя на фондовый рынок страны. В качестве иллюстрации часто приводят низкое отношение цены корейских акций к прибыли по ним в сравнении с акциями на других рынках. Этот дисконт объясняют различными факторами — от риска, вызванного соседством с ядерной Северной Кореей, до чрезмерного левериджа в фирмах и неэффективности рынка. Янг считает, что одной из главных причин является слабое корпоративное управление. Улучшите управление в фирме, устраните дисконт — и вы получите выгоду от возросшей стоимости активов компании, рассуждает он.

Первой инвестицией КФКУ было приобретение 5,1 процента капитала в небольшой текстильной компании Daehan Synthetic Fiber. Вскоре после этой покупки были выдвинуты требования о том, чтобы компания назначила внешних директоров, продала неиспользуемые активы и раскрыла информацию о своих операциях с филиалами. Фонд шесть раз обращался к фирме с требованием предоставить ему доступ к реестру акционеров, и шесть раз она отказывала. Наконец, постановление суда вынудило фирму капитулировать.

Если раньше его обвиняли в противодействии развитию предпринимательства, теперь, как ни парадоксально, роль Янга в КФКУ вынуждает его отрицать обвинения в спекуляциях. Янг не согласен с этими упреками, говоря, что он стремится повысить стоимость компании на долгосрочную перспективу, хотя цена акций компании может взлететь всего лишь после объявления о том, что фонд КФКУ приобрел в ней долю. В считанные минуты после сообщения о покупке доли Daehan акции ее материнской компании, Taekwang Industrial, подскочили на максимальную допустимую дневную величину, а цена акций Daehan удвоилась за пять дней. Янг видит причину этого прироста в «эффекте толпы». «Какие преобразования, по вашему мнению, мы могли провести всего лишь за несколько минут? В самой компании ничего не из-

менилось. Мы только сказали: «Хорошо, мы готовы работать с компанией». Что вчера, что сегодня — это все та же компания. Потребуется немало дней, месяцев, даже лет, чтобы достичь хотя бы небольших перемен».

За всю историю своего непродолжительного существования КФКУ, стремясь добиться перемен, уже неоднократно судился, а также подвергался обвинениям во враждебном и агрессивном вмешательстве в функционирование компаний, в которых фонд покупает доли. Более того, несмотря на такое участие, успех не гарантирован. После покупки акций Yuucksan, местной компании по производству строительных материалов, КФКУ проиграл голосование акционеров и, вопреки его пожеланиям, председатель и аудитор были восстановлены в должности. Впоследствии КФКУ продал свою долю в фирме. «Мы оставили надежду, — говорит Янг. — В некоторых компаниях мы хотим осуществить преобразования, используя все средства в нашем арсенале, включая возбуждение уголовных дел, предъявление гражданских исков или любые возможные способы, доступные нам по закону. Но иногда это подрывает стоимость компании».

## Янг стремится повысить стоимость компании на долгосрочную перспективу.

Чеболы и корейский деловой истеблишмент нередко обвиняют Янга в том, что он служит орудием в руках оппортунистических иностранных хищников, более заинтересованных в том, чтобы сорвать быструю прибыль, чем в проведении реформ в корпорации. В числе инвесторов КФКУ 95 процентов составляют иностранцы, но, по словам Янга, он намеренно старается не привлекать в фонд отечественные организации, поскольку их инвестиционный горизонт слишком узок, чтобы позволить ему достичь целей деятельности фонда. Если на Западе инвесторы заинтересованы в наращивании стоимости в течение ряда лет, в Корее средний период владения акциями для институционального инвестора измеряется месяцами. «Они звонят мне каждую неделю, каждый месяц и спрашивают про прибыль», — рассказал он. Местным инвесторам Янг отвечает: «Не следует работать со мной, если у вас не хватает терпения, потому что за короткое время ничего не изменится. Для этого потребуются дни, месяцы, возможно, годы».

Янгу пришлось выработать терпение на протяжении всей своей карьеры активного борца. Судебные иски, предъявленные Янгом и его сторонниками, затягиваются многочисленными апелляциями и встречными апелляциями, многие — в течение нескольких лет. Решение по первому групповому иску, поданному Янгом, его молодым адвокатом и НСШД в 1998 году против Samsung Electronics, было принято только в 2001 году окружным судом, который присудил им компенсацию в размере более 72 млн долларов США. Два года спустя апелляционный суд согласился с решением суда нижестоящей инстанции, но уменьшил компенсацию до 16 млн долларов США. И НСШД, и Samsung обжаловали это решение, и дело было передано в Верховный суд. Высший судебный орган страны поддержал первоначальное решение и решил дело в пользу Янга и его союзников. Постановление Верховного суда было принято в 2005 году, через семь лет после подачи исходного иска. По крайней мере, в этом случае убежденность и оптимизм Янга, наконец, принесли плоды. ■

*Ен Сун Кан — старший редактор журнала «Финансы и развитие».*



# После краха



По мере того как дискуссия об оптимальных способах управления денежно-кредитной политикой разгорается, некогда сильные различия между странами с развитой экономикой и странами с формирующимся рынком стираются

Эсвар Прасад

**В**ТО время как мировая экономика осваивает уроки, излеченные из отступающего глобального кризиса, разгораются оживленные споры по вопросам концепций деятельности центральных банков, которые давно считались решенными (Good-friend, 2007). Предметом пристального изучения во всем мире стали роль и полномочия центральных банков.

В результате глобализации как страны с развитой экономикой, так и страны с формирующимся рынком стали менее защищенными перед внешними шоками, в то время как их растущая открытость по отношению к торговле и финансовым потокам создает более широкие каналы для межстрановых вторичных эффектов и потрясений. Эти силы также повысили бремя, которое ложится на денежно-кредитную политику. Центральным банкам в настоящее время намного труднее использовать инструменты, такие как изменение процентной ставки, для достижения своих целей внутри страны. Растекаясь по всему миру, капитал может создавать большие трудности в управлении денежно-кредитной политикой, особенно в странах с менее емкими финансовыми системами. Тем не менее, денежно-кредитная политика приобретает все большую важность как первая линия обороны от внешних шоков и нарушений в работе финан-

совой системы, так как она может быть значительно более маневренной, чем другие инструменты макроэкономической политики.

Это породило оживленную дискуссию: какова надлежащая основа денежно-кредитной политики; каковы должны быть рамки задач центрального банка; и какова оптимальная степень независимости центрального банка. Даже притом, что стало меньше ясности относительно оптимальной основы денежно-кредитной политики, важным результатом кризиса стала конвергенция характера дискуссий относительно деятельности центральных банков в странах, находящихся на различных стадиях экономического и институционального развития.

Центральные банки стран с формирующимся рынком считались отстающими от центральных банков стран с развитой экономикой в плане жесткости их операционной основы, а также сложности и прозрачности их операций. Однако центральные банки стран с формирующимся рынком вышли из кризиса в значительно лучшей форме, чем центральные банки стран с развитой экономикой. Менее сложные финансовые рынки и значительно более пруденциальное регулирование оказались преимуществом. Соответственно, некоторые интересные изменения произошли в дискуссии о надлежащей денежно-кредитной политике и политике регулирования в странах с форми-



рующимся рынком (Gill, Kanbur, and Prasad, 2009). Для начала представляется целесообразным рассмотреть некоторые общие принципы, актуальные для всех типов экономики.

### Цель — таргетирование инфляции

За последние два десятилетия таргетирование инфляции — в косвенной или явной форме — стало предпочтительной основой денежно-кредитной политики в большинстве стран с развитой экономикой. Центральные банки ряда стран с формирующимся рынком также приняли основу политики, при которой их приоритет состоит в том, чтобы поддерживать инфляцию на целевом уровне или в пределах установленного диапазона. Многие другие также двигаются в направлении такой системы. Таргетирование инфляции хорошо зарекомендовало себя как способ обеспечения стабильности цен и фиксирования инфляционных ожиданий, что имеет большое значение для стран с формирующимся рынком, в которых высокая инфляция причиняет особый ущерб, так как ложится непропорционально высоким бременем на бедных.

Однако после глобального финансового кризиса таргетирование инфляции подверглось жесткой критике. Центральные банки в развитых странах обвиняются в том, что они уделяли слишком много внимания стабильности цен, игнорируя пузыри цен на рынках активов, и не смогли предотвратить худший кризис за целое поколение.

Тем временем, хотя многие страны с формирующимся рынком относительно благополучно перенесли кризис, центральные банки в этой группе стран, проводящие таргетирование инфляции, также сталкиваются с требованиями отказаться от этой основы политики. Критики утверждают, что оно может причинить ущерб экономике этих стран, если при нем игнорируются резкие колебания обменного курса и циклы спадов и подъёмов на рынках акций и жилья.

В действительности представителями центральных банков некоторых стран с формирующимся рынком выдвигается еще более широкий довод о том, что низкая инфляция не является ни необходимой, ни достаточной для обеспечения финансовой стабильности. Тот факт, что огромное напряжение на финансовых рынках появилось во многих странах с развитой экономикой в период низкой инфляции и стабильного роста, заставляет серьезно отнестись к этой точке зрения.

### Пузыри цен на рынках активов

Пузыри цен на рынках акций и жилья в случае их прорыва, что, в конечном итоге, и происходит, могут иметь пагубные последствия для финансовых рынков и экономики. Как представляется, это подтверждает тот довод, что центральные банки не могут игнорировать пузыри цен на рынках активов и что узкая основа политики, ограничивающая возможности центральных банков принимать превентивные меры против образования таких пузырей, обречена на неуспех. Однако существует одна серьезная проблема: в режиме реального времени такие пузыри трудно обнаружить, и совершенно не очевидно, что денежно-кредитная политика является правильным инструментом, чтобы их устранять, пока они не стали слишком большими.

Пуристическая точка зрения в отношении денежно-кредитной политики состоит в том, что поскольку центральные банки располагают надлежащей макроэкономической моделью в отношении инфляции, опасность пузырей цен на активы должна также учитываться основой таргетирования инфляции. Бум цен на активы повышает финансовое благосостояние домашних хозяйств и фирм, заставляя их чувствовать себя более богатыми и тратить больше средств. Это ведет к увеличению совокупного спроса, в результате которого повышается инфляция, что, в свою очередь, вызывает ответные меры политики. Другими словами, центральные банки должны автоматически удерживать резкий рост цен на активы, принимая меры денежно-кредитной политики для сдер-

живания инфляционного воздействия. Тем не менее, даже если центральные банки располагают надлежащей моделью, цены на активы могут резко подняться, а лопнувшие пузыри вызовут разрушительные последствия еще до того, как станет очевидным их воздействие на совокупный спрос.

Компромиссная позиция состоит в том, что такие пузыри, вызванные мягкой денежно-кредитной политикой, — например, возможно, бум цен на жилье в Соединенных Штатах, — должны сдерживаться мерами этой политики, в то время как другие, такие как бум цен на акции в секторе технологии в начале 2000-х годов, должны устраняться мерами политики регулирования или не должны контролироваться. Этому подходу присущи свои проблемы из-за того, что существуют трудности их обнаружения и сдерживания, не говоря уже об определении их причин. По сей день продолжают споры о том, было ли резкое повышение и последующее падение цен на жилье в Соединенных Штатах вызвано главным образом мягкой денежно-кредитной политикой или слабым регулированием.

Как бы ни решился этот спор, из-за кризиса центральным банкам будет трудно игнорировать цены на активы, даже если они не будут устанавливать для них каких-либо формальных целевых уровней. Действительно, если на центральные банки будет возложена четкая ответственность за поддержание финансовой стабильности, они должны будут управлять ценами на активы. В конечном итоге, в ходе последнего кризиса именно обвал цен на жилье в Соединенных Штатах поставил на колени всю финансовую систему. Некоторые центральные банки считают, что сохранение финансовой стабильности столь тесно связано с обычными целями денежно-кредитной политики, что невозможно разделить эти две функции (Blinder, 2010).

Данный аспект «расползания полномочий» центральных банков может вызвать осложнения. Рассмотрим вариант использования инструментов регулирования для управления пузырями цен на активы и обеспечения финансовой стабильности, а политики в отношении процентных ставок — для управления инфляцией. Это может создавать напряженность, когда на финансовом благополучии финансовых учреждений, за которое отвечает центральный банк, может сказываться политика в отношении процентных ставок. Например, низкие директивные процентные ставки благоприятны для прибыли банков, так как обеспечивают банкам доступ к дешевым кредитам, но низкие ставки могут вызвать всплеск инфляционных ожиданий и образование пузыря цен на активы.

Существует и еще больший риск, связанный с данным аспектом «расползания полномочий». Хотя существует соблазн включить цены на активы в основу денежно-кредитной политики, опасно просить центральные банки управлять деятельностью рынков активов без четких критериев и знания того, как меры денежно-кредитной политики влияют на цены на активы. Эта сфера мало изучена, но очевидно, что центральные банки не могут остановить свою работу в ожидании теоретического решения проблемы.

### Задачи и инструменты

В разгар кризиса денежно-кредитная политика должна быть прагматической и использовать все доступные инструменты. Действительно, решительные и массированные интервенции ликвидностью, предпринятые центральными банками по всему миру, сыграли важную роль в предотвращении коллапса финансовых систем во время последнего кризиса. Однако при этом остается открытым вопрос о том, какая основа денежно-кредитной политики является правильной для нормальных времен. Какая основа будет способствовать макроэкономической и финансовой стабильности, уменьшать колебания деловых циклов и обеспечивать возможность для денежно-кредитной политики решительно реагировать на внешние шоки?

Традиционная точка зрения, опирающаяся на научные исследования и практический опыт, состоит в том, что

денежно-кредитная политика, по сути, располагает только одним инструментом — обычно им является директивная процентная ставка, — который может использоваться для достижения, в лучшем случае, одной цели, например, низкой и стабильной инфляции. Более взвешенная версия этой точки зрения состоит в том, что большинство центральных банков в действительности располагает двумя инструментами — инструментом денежно-кредитной политики и полномочиями осуществлять регулирование. Первый должен использоваться для управления инфляцией, а второй препятствует нарастанию дисбалансов в финансовой системе. Но даже этот ограниченный набор целей создает напряженность. Например, как уже отмечалось, что приемлемо для финансовой системы в периоды стресса — низкие процентные ставки и избылики ликвидности, — может не всегда подходить для управления инфляцией.

Эта напряженность является повышенной в странах с формирующимся рынком, в которых центральные банки традиционно отвечают за широкий диапазон социально-экономических целей в дополнение к обеспечению стабильности цен и финансовой системы. Например, вера в то, что стабильная и прозрачная денежно-кредитная политика, сфокусированная главным образом на одной цели, является самой оптимальной в долгосрочной перспективе, наталкивается на суровую реальность, которая заключается в том, что резкое увеличение притока капитала и вызванное им повышение обменного курса может иметь перманентные пагубные последствия для доли страны на экспортных рынках и подрывать легитимность центрального банка. Поэтому сопутствующие цели, такие как управление обменным курсом, усложняют проведение денежно-кредитной политики в этих странах. Инструменты, такие как контроль над капиталом, имеют ограниченную эффективность и создают собственные проблемы.

Несколько иное видение проблемы заключается в том, что в странах с формирующимся рынком центральные банки, в конечном итоге, отвечают за широкий набор целей. Один из вариантов — попытаться охватить все эти цели, со всеми вытекающими рисками, так как если одна из этих целей не будет достигнута, виноватым, в любом случае, окажется центральный банк. С другой стороны, с тем же успехом можно утверждать, что имея множественные цели центральному банку тем более необходимо поставить перед собой и довести до сведения общества более ограниченный набор задач, которые он может надеяться эффективно решить.

Если же центральный банк действительно берет на себя множественные полномочия, он может создать нереалистичские ожидания в отношении того, что он может и не может сделать с помощью имеющихся инструментов. Действительно, существует соблазн приписать денежно-кредитной политике неограниченные возможности, с чем сталкиваются руководители центральных банков ряда стран с формирующимся рынком. Однако это время может оказаться слишком тяжелым и, в конечном итоге, обреченным на неуспех, особенно в странах со слабыми институциональными структурами, ограниченным потенциалом регулирования и высокими уровнями бюджетного дефицита и государственного долга. Даже в отсутствие этих ограничений денежно-кредитная политика сама по себе не может повлиять на долгосрочный потенциал роста экономики или на длительное время изменить уровень безработицы.

Более узкая точка зрения заключается в том, что в любом случае денежно-кредитная политика может способствовать макроэкономической и финансовой стабильности путем поддержания низкой и стабильной инфляции. Эта основа, если она эффективно применяется, определяет пределы возможного для денежно-кредитной политики и служит четким стандартом для подотчетности. Разногласия между сторонниками этих различных точек зрения выливаются в споры о независимости центральных банков.

## Важна ли независимость?

Принцип независимости центральных банков подвергается нападкам во всем мире. Конгресс Соединенных Штатов грозит ввести более строгий надзор над Советом управляющих Федеральной Резервной Системы, даже в то время когда он предоставляет ему более широкие полномочия для управления крупными и системно важными финансовыми учреждениями. В других странах кризис служит оправданием для попыток политиков ввести контроль над центральным банком. В Аргентине президент страны уволил председателя правления центрального банка за то, что он не согласился использовать резервы иностранной валюты для оплаты части долговых обязательств страны.

Эти события имеют место несмотря на преобладающее мнение о том, что независимость центрального банка является несомненным преимуществом, так как позволяет ему сосредоточить усилия на том, что он делает лучше всего без политических или иных ограничений, а также помогает обеспечить доверие к деятельности центрального банка по управлению инфляционными ожиданиями. В трудные времена это доверие оказывается особенно важным, так как дает центральному банку возможность принимать чрезвычайные меры, не теряя контроля над инфляционными ожиданиями. Примером служат относительно умеренные инфляционные ожидания в Соединенных Штатах, несмотря на вливание огромной суммы ликвидности ФРС в 2008–2009 годах и быстро растущий уровень государственного долга. По крайней мере, до сих пор рынки, как представляется, убеждены, что ФРС не позволит инфляции выйти из-под контроля.

Однако концепция независимости центрального банка является сложной. Традиционное мнение таково, что у независимого центрального банка, преследующего узкую, но четко определенную цель, например поддержание низкой и стабильной инфляции, существуют наилучшие шансы быть эффективным и прозрачным, что делает его менее подверженным политическому вмешательству. Даже центральные банки, перед которыми стоит одна четко определенная цель в виде целевого показателя инфляции, обладают только операционной независимостью для его достижения. Правительство определяет собственно целевой показатель и последствия его недостижения. Действительно, если бы правительство устанавливало показатель, он не имел бы легитимности в глазах широкой общественности.

Но даже такую узкую задачу может быть сложно выполнить, если правительство проводит расточительную налогово-бюджетную политику, накапливая крупный бюджетный дефицит. Кроме того, если центральные банки отвечают за стабильность финансовых рынков и предотвращение пузырей цен на активы, им должны быть предоставлены более широкие инструменты, чем директивная процентная ставка (или в некоторых случаях норматив резервирования). Однако существует глубокое противоречие между центральными банками, вынужденными решать множественные задачи, — даже если они обладают соответствующим количеством инструментов, — и операционной независимостью, необходимой для достижения целевого показателя инфляции. Более широкие цели неизменно означают большее политическое вмешательство и меньшее доверие к способности поддерживать низкую инфляцию.

Эти осложнения усугубляются в странах с формирующимся рынком. Во многих из этих стран центральные банки относятся к числу наиболее эффективно управляемых и пользующихся наивысшим доверием в обществе учреждений, что создает соблазн возложить на них дополнительные обязанности. Однако принимая дополнительную ответственность, они могут стать менее эффективными именно в той сфере, в которой они доказали свою действенность, — в сфере сдерживания инфляции.

Настоящий парадокс заключается в том, что более узкий круг задач может также поставить под угрозу независимость центрального банка, если ситуация будет выглядеть таковой, будто центральный банк не волнуют другие цели, такие как экономический рост и занятость. Руководители центральных



банков в некоторых странах с формирующимся рынком косвенно указывают, что та небольшая независимость, которой они располагают, «висит на ниточке», которая может оборваться, если, например, центральный банк ничего не будет делать в отношении быстро растущего обменного курса, причиняющего ущерб экспортерам, или пузыря цен на активы, который может вызвать значительные потери, если он прорвется.

Классическое возражение заключается в том, что центральный банк может наиболее эффективно способствовать высокому экономическому росту и финансовой стабильности, обеспечивая стабильные макроэкономические условия посредством стабильности цен. Учитывая ход недавнего кризиса, этот довод начинает звучать в виде догмы и малосостоятельным. Действительно, это одна из областей, в которых, как представляется, происходит усиление несоответствия между теорией о деятельности центральных банков и их практикой.

## Много альтернатив

Несмотря на то, что таргетирование инфляции все больше выходит на передний план, сохраняется широкий набор альтернативных вариантов деятельности центральных банков. На одном конце спектра находятся центральные банки, которые формально осуществляют таргетирование инфляции, например в Канаде, Новой Зеландии и Таиланде. ФРС США формально имеет двойной мандат: содействие экономическому росту и обеспечение стабильности цен, но рассматривается многими как использующая в качестве главного приоритета целевой показатель инфляции. На другом конце спектра находится Резервный банк Индии, Председатель правления которого Дувури Суббарао недвусмысленно именуется им как центральный банк полного обслуживания, преследующий множественные цели, в числе которых низкая и стабильная инфляция не обязательно является доминирующим приоритетом. Ряд центральных банков, включая Народный банк Китая, использует в той или иной форме целевой показатель обменного курса, по сути «импортируя» меры денежно-кредитной политики из-за границы.

Теоретические модели имеют значительно более узкий диапазон. Например, модели систем таргетирования инфляции сфокусированы в основном на жестком таргетировании или его гибкой форме, при которой центральный банк пытается воздействовать на разрыв между потенциальным и фактическим объемом производства, который отражает избыточные мощности в экономике. Проведено мало исследований, устанавливающих четкую связь между стабильностью цен и финансовой стабильностью или показывающих, как цены на активы могут быть интегрированы в более широкую основу денежно-кредитной политики.

Даже в более узком контексте научные исследования только начинают определять те особые вызовы, которые стоят перед странами с формирующимся рынком. Например, вопрос о том, какой ценовой индекс следует использовать в качестве ориентира центральному банку, применяющему таргетирование инфляции, приобретает совершенно иной смысл в странах с низкими и средними доходами. В этих странах расходы на продовольствие составляют почти половину всех расходов домашних хозяйств, а значительная часть населения работает в условиях налично-денежной экономики, почти не имея доступа к формальной финансовой системе (Anand and Prasad, 2010). Центральные банки в этих странах не могут ориентироваться только на базовую инфляцию, которая исключает волатильные цены на продовольствие и энергию, даже несмотря на то что классические теоретические модели показывают, что базовая инфляция служит надлежащим целевым показателем. Остаются также нерешенными вопросы о надлежащем уровне инфляции, на который следует ориентироваться в странах с формирующимся рынком, или компромиссе между более высокой инфляцией и более сильным обменным курсом (Blanchard, Dell'Ariccia, and Mauro, 2010).

Резюмируя вышесказанное, даже несмотря на то, что ученые (включая автора этой статьи) призывают к более прочным

основам денежно-кредитной политики, в более полной степени опирающимся на анализ, они не предложили такие основы, которые решали бы сложные практические задачи, стоящие перед центральными банками стран с формирующимся рынком.

## Нормализация ситуации

Центральные банки продемонстрировали свою способность действительно реагировать на кризисы. Однако главный вопрос заключается не в ответной реакции на кризисы, а в определении основы денежно-кредитной политики, которая помогла бы уменьшить саму вероятность кризисов. Ответы на него менее очевидны. Интересно отметить, что практически все страны, которые применяли явный — или косвенный — режим таргетирования инфляции до начала кризиса, в той или иной степени указали, что они намерены сохранить эту основу политики, возможно, потому, что она продемонстрировала свою эффективность в обеспечении стабильности цен.

Остается ряд вопросов относительно того, как таргетирование инфляции может быть адаптировано к ситуации после кризиса. Однако еще более фундаментальным является вопрос о том, обеспечивает ли этот подход, по крайней мере, базовую основу, которая может быть адаптирована к конкретным условиям отдельных стран.

Служит ли таргетирование инфляции основой, обеспечивающей центральным банкам свободу действий для достижения того, что они могут делать наиболее эффективно, и для создания реалистических ожиданий в отношении того, чего может достичь денежно-кредитная политика? Или же это своего рода смиренная рубашка, которая, по сути, позволяет центральным банкам игнорировать финансовый рынок и макроэкономические события, которые, в конечном счете, могут создавать большие угрозы.

Прагматизм является превосходным операционным правилом в трудные времена, но не служит основой для стабильности в нормальной ситуации. Отсутствие всякой основы обеспечивает гибкость и адаптивность, но ценою ослабления «якоря» инфляционных ожиданий. Это также грозит ограничением способности центральных банков заручиться доверием, которое может оказаться ценным во времена макроэкономической и финансовой напряженности.

Таргетирование инфляции по-прежнему представляется наиболее оптимальной основой, и винить ее за провалы регулирования, явившиеся причиной почти полного финансового коллапса, — это все равно, что выплеснуть воду из ванны вместе с младенцем. Достижение равновесия между всеми этими аспектами будет нелегким делом. Руководителям центральных банков и ученым есть над чем подумать. ■

*Эсвар Прасад является профессором торговой политики Фонда Нандала П. Толани Корнельского университета, руководителем Фонда «Новый век» в области международной экономики при Брукингском институте и научным сотрудником Национального бюро экономических исследований.*

---

### Литература:

- Anand, Rahul, and Eswar Prasad, forthcoming, "Optimal Price Indexes for Targeting Inflation under Incomplete Markets," National Bureau of Economic Research working paper.
- Blanchard, Olivier, Giovanni Dell'Ariccia, and Paolo Mauro, 2010, "Rethinking Macroeconomic Policy," IMF Staff Position Note 10/03 (Washington: International Monetary Fund).
- Blinder, Alan, 2010, "How Central Should the Central Bank Be?" Journal of Economic Literature, Vol. 48, No. 1, pp. 123–33.
- Gill, Hammond, Ravi Kanbur, and Eswar Prasad, eds., 2009, Monetary Policy Frameworks for Emerging Market Economies (Cheltenham, United Kingdom: Edward Elgar Press).
- Goodfriend, Marvin, 2007, "How the World Achieved Consensus on Monetary Policy," Journal of Economic Perspectives, Vol. 21, No. 4, pp. 47–68.



# Новое определение роли центрального банка

**Центральные банки должны извлечь уроки из мирового кризиса и провести конкретные реформы**

Дувури Суббарао

**Ц**ЕНТРАЛЬНЫЕ банки находились в эпицентре мирового финансового кризиса. Их обвиняли за ту политику и действия, которые повергли мир в кризис; их же превозносили за то, что они вывели мир из кризиса. Обе эти оценки справедливы. Центральные банки были частью проблемы и частью ее решения.

По мере того как кризис сходит на нет, а восстановление экономики набирает обороты, перед центральными банками встает целый ряд вопросов, пять из которых будут рассмотрены в данной статье.

## Денежно-кредитная политика в условиях глобализации

Кризис обнажил трудности макроэкономического управления в мире на фоне глобализации. Несмотря на редкую энергичность, с которой правительства и центральные банки проводили свою политику, они не сумели взять ситуацию под контроль по причине взаимосвязанности финансовой системы и неоднородности воздействия внешних событий на внутреннюю экономическую политику. Немаловажна также и в высшей степени последовательная корреляция между настроением рынка и уровнем доверия в разных странах.

Взаимодействие внешних событий и внутренних экономических процессов носит сложный, неопределенный и даже причудливый характер. Центральные банки должны глубже проникнуть в суть этого явления. Некоторые из каналов, по которым осуществляется трансграничная передача воздействия, хорошо известны: мировые цены, включая колебания цен на сырьевые товары, синхронизация деловых циклов, потоки капитала, сильное сходство в динамике цен на активы, обменные курсы ключевых международных валют и политика процентных ставок, проводимая ведущими центральными банками. Другие каналы передачи воздействия менее известны. Так, кризис показал, что даже различия в режимах нормативно-правового регулирования могут вызвать арбитражные действия и ослабить эффективность мер внутренней политики.

Возьмем, к примеру, управление потоками капитала. Страны с формирующимся рынком столкнулись с неожиданным прекращением притока капитала во время кризиса, а также с оттоком капитала в результате уменьшения доли заемных средств в мировой экономике. Сегодня ситуация поменялась в обратную сторону, и во многих странах с формирующимся рынком вновь наблюдается чистый приток капитала. Управление этими потоками, особенно в случае их изменчивости, станет проверкой действенности политики центральных банков в этих странах с частично открытой экономикой. Страна, в которой центральный банк не проводит интервенции на валютном рынке, ощутит все издержки повышения курса, независимо от экономических детерминантов. Если интервенции призваны воспрепятствовать повышению курса, центральные банки должны учитывать при этом дополнительное давление на ликвидность

и потенциальное инфляционное давление. С другой стороны, стерилизация (поглощение) появившейся в результате ликвидности создает опасность роста процентных ставок, что негативно скажется на перспективах экономического роста.

Изменчивость потоков капитала может также подорвать финансовую стабильность. То, как страны с формирующимся рынком справляются с невозможной триадой — открытым счетом операций с капиталом, фиксированным обменным курсом и независимой денежно-кредитной политикой, — повлияет на перспективы их экономического роста, а также на ценовую и финансовую стабильность.

## Новое определение мандата центральных банков

Кризис вызвал бурные и широкомасштабные дебаты о роли и функциях центральных банков, поставив три важных вопроса.

**Должны ли центральные банки так же неукоснительно придерживаться установления целевых показателей инфляции?** В годы, предшествовавшие кризису, преобладала концепция, отдающая явное предпочтение установлению целевых показателей инфляции, т.е. в основе денежно-кредитной политики было достижение целевого уровня инфляции (обычно потребительских цен). Даже в тех странах, где центральные банки не устанавливали точное целевое значение темпов инфляции, цели политики формулировались с учетом стабильности цен или даже были подчинены этой задаче. Данный подход представлялся успешным. В течение продолжительного периода стабильность цен сочеталась со стабильным экономическим ростом и низким уровнем безработицы. До наступления кризиса центральные банки праздновали триумф. Развенчание тезиса о «Великой умеренности» привело к подрыву, если не к полному распаду, консенсуса вокруг установления исключительно целевых показателей инфляции. До кризиса господствовало представление, что стабильность цен и финансовая стабильность усиливают друг друга. Кризис доказал ошибочность этой точки зрения: стабильность цен не обязательно гарантирует финансовую стабильность. Кризис заставил еще раз всерьез рассмотреть «гипотезу о новых условиях», согласно которой установление целевых показателей инфляции в чистом виде нецелесообразно, а мандат центральных банков следует расширить, включив в него, помимо стабильности цен, регулирование и надзор за деятельностью банков, финансовую стабильность и предотвращение вздутия цен на активы.

**Какая роль отводится центральным банкам в предотвращении вздутия цен на активы?** В настоящее время формируется представление о том, что регулирование нарастания цен на активы должно относиться к сфере компетенции центрального банка. Однако в отношении того, должны ли центральные банки препятствовать вздутию цен на активы посредством мер денежно-кредитной политики или посредством нормативного регулирования, мнения разделились. Впрочем, не вызыва-



ет сомнений, что усилия центральных банков по сдерживанию вздутия цен на активы требуют не только наличия аналитической базы, но и зрелых суждений о характере риска.

**Должны ли центральные банки также осуществлять банковское регулирование и надзор?** Во многих моделях регулирования центральный банк представляет собой орган денежно-кредитного регулирования в строгом смысле, а полномочия по банковскому регулированию и надзору вверены другому органу. Согласно формирующемуся в настоящее время представлению, кризис, по крайней мере, отчасти, был обусловлен отсутствием координации и обмена информацией между центральными банками и надзорными органами, и в интересах финансовой стабильности оптимальным решением было бы возложить функции регулирования и надзора за банковской деятельностью на центральные банки. Разумеется, этот вопрос еще ждет своего окончательного решения. На него нет универсального ответа, что очевидно из разнообразия существующих моделей регулирования. Каждой стране и каждому центральному банку придется решать этот вопрос с учетом собственных конкретных обстоятельств.

### Центральные банки и финансовая стабильность

Несмотря на общепринятое мнение, что финансовая стабильность ни самоочевидна, ни неизбежна, идею о формальном включении данной задачи в мандат центральных банков разделяют далеко не все. Согласно одному из доводов, формальное включение данной задачи излишне уже потому, что финансовая стабильность является необходимым, хотя и недостаточным, условием достижения традиционных целей центральных банков в области инфляции, объема производства и занятости. С другой стороны, все больше сторонников приобретает мнение, согласно которому задача финансовой стабильности будет полностью упущена, если не включить ее формальным образом в мандат центральных банков.

Осложняющим обстоятельством является трудность точного и всеобъемлющего определения финансовой стабильности, которое позволило бы описать ее в измеримых параметрах. Тем не менее, сегодня нам известны два признака финансовой нестабильности:

- чрезмерная изменчивость макроэкономических переменных, таких как процентные ставки и обменные курсы, которые прямо воздействуют на реальную экономику, и
- стоящая перед финансовыми учреждениями и рынками опасность неликвидности, которая в определенной степени ставит под угрозу системную стабильность.

Имеются ли в распоряжении центральных банков инструменты для обеспечения финансовой стабильности? Один очевидный инструмент сохранения финансовой стабильности — это функция кредитора последней инстанции. Во время кризиса центральные банки вливали через механизм кредитора последней инстанции огромные объемы ликвидности, чтобы разморозить систему. И хотя это позволило обеспечить ликвидность отдельных учреждений, неликвидность на рынке сохранилась, что выявило ограниченность данного инструмента для преодоления неликвидности. Центральный банк может осуществлять вливание ликвидности, но при этом трудно гарантировать, что имеющиеся в изобилии дешевые деньги будут использованы для приобретения активов, стоимость которых стремительно обесценивается. Единственным выходом для центрального банка может оказаться покупка таких активов. Это означает, что центральный банк должен быть не только кредитором, но и маркет-мейкером последней инстанции. Эти вопросы пока еще четко не сформулированы, не говоря уже об их решении. Но решать их надо в самое ближайшее время.

### Управление затратами и выгодами регулирования

Чтобы защитить финансовую стабильность, Резервный банк Индии использовал различные пруденциальные меры, вклю-

чая установление нормативов открытых позиций и упреждающее ужесточение весовых коэффициентов по риску, назначаемых для активов, и требований о создании резервов под возможные потери. Однако такие меры часто сопряжены с определенными затратами. Например, можно утверждать, что ужесточение весовых коэффициентов по риску сдерживает поток кредита в некоторые секторы, однако чрезмерное, преждевременное или не вызванное необходимостью ужесточение может ослабить экономический рост. Аналогичным образом, нормативы открытых позиций обеспечивают защиту от концентрации рисков; однако подобные лимиты могут ограничить доступность кредита для наиболее динамично развивающихся секторов. Таким образом, как и в случае стабильности цен, центральные банки сталкиваются с проблемой выбора в качестве цели финансовой стабильности или экономического роста.

Пережив кризис и оглядываясь назад через призму опыта, можно заключить, что все принятые консервативные меры политики были надежными. Однако излишний консерватизм может препятствовать экономическому росту и подавить любое обновление. Вопрос в том, какую цену мы готовы платить, или, наоборот, от каких потенциальных выгод мы готовы отказаться, чтобы справиться с непредвиденным маловероятным событием? Опыт показывает, что балансирование затрат и выгод, связанных с регулированием, это в большей степени вопрос здравого суждения, чем аналитических навыков. Центральным банкам, особенно в развивающихся странах, таких как Индия, следует развивать умение принимать оценочные решения в процессе достижения целей экономического роста и финансовой стабильности.

### Независимость и подотчетность

Во время кризиса правительства и центральные банки координировали свою деятельность для проведения беспрецедентных мер экспансионистской налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики. Сейчас, когда речь зашла об отказе от этой экспансионистской политики, вновь начинают проявляться хорошо знакомые противоречия между целями денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики. И возможный возврат к подчинению денежно-кредитной политики бюджетным соображениям может ослабить независимость центральных банков.

Ответственность за финансовую стабильность должны соображать нести правительство, центральный банк и другие регулирующие органы. Сама по себе совместная ответственность не представляет проблемы, однако с ней связано два опасения. Во-первых, экстренная помощь финансовым учреждениям по определению — акт политический, и участие в принятии подобных решений может невыгодно отразиться на техническом статусе центральных банков. Второе опасение касается того, что координация действий с правительством в целях обеспечения финансовой стабильности может распространиться и на другие сферы компетенции центральных банков, тем самым ослабив их независимость.

В результате событий, вызванных кризисом, доводы в пользу независимости центральных банков все чаще подвергаются критике. Центральные банки должны отстаивать свою независимость не с помощью веских доводов, а посредством более решительных и активных действий, призванных обеспечить прозрачность, оперативность и подотчетность.

Перечень вопросов, которые обсуждались в данной статье, ни в коей мере не является исчерпывающим, как и не были рассмотрены в ней все нюансы перечисленных проблем. Однако центральные банки должны лучше понимать, как подойти к решению этих вопросов, и на этой основе адаптировать и изменить образ своих действий. ■

*Дувури Суббарао — управляющий Резервного банка Индии.*



# Принципы реформы

При разработке новой политики для финансового сектора большое значение имеют старые идеи

Уильям Пул

**Ф**ИНАНСОВЫЙ кризис вызвал повсеместную переоценку государственной политики в отношении финансового сектора и финансового регулирования. Предлагалось множество планов реформ, но окончательных решений почти не принято. Ощущается существенное политическое давление на законодательные органы во многих странах мира, предвещающее столкновения между отраслевыми лобби и общераспространенными представлениями, в том числе неверными, относительно природы требуемых реформ.

Может казаться, что задачи реформ в развивающихся странах отличаются от задач в странах с развитой экономикой, но по существу они являются одними и теми же. Директивным органам в развивающихся странах необходимо поддерживать видение общей картины финансового сектора, который они хотели бы иметь, и избегать сегодня тех мер политики, которые затрудняли бы достижение этой цели. Очень часто политика, считающаяся средством достижения краткосрочных целей, создает укоренившиеся заинтересованные группы, от влияния которых впоследствии сложно избавиться. Эта проблема особенно серьезна, когда дело касается ограничений, налагаемых регулированием, которые формируют и искажают структуру отраслей финансовых услуг. Защищенные сегменты отрасли ведут борьбу за сохранение своих преимуществ, а органы регулирования прилагают усилия, чтобы сохранить свое влияние. В целом, есть длинная история создания государственных ведомств, однако перечень случаев их роспуска удручающе короток.

Принципиально также иметь общее видение будущей финансовой структуры, поскольку финансы по самому своему существу функционируют в условиях глобальной конкуренции, вследствие чего оказывается сложно и дорого препятствовать отечественным нефинансовым компаниям получать финансовые услуги за границей. Соответственно, возвращение отечественной отрасли финансовых услуг требует учета международной конкуренции, а это означает необходимость учитывать характеристики наиболее сложных видов финансовых услуг. Перед финансовыми и нефинансовыми отраслями стоят одни и те же задачи: развивающаяся страна, которая ставит цель присоединиться к клубу развитых стран, должна быть открыта для практических подходов и технологий, которые ведут к повышению производительности и доходов.

Финансовый кризис в США и Европе показал, что их финансовая система имеет недостатки и не может служить основой для построения картины будущей финансовой системы в развивающихся странах. Далее приводятся мои взгляды на то, какими центральными принципами следует руководствоваться при разработке направлений государственной политики, ориентированной на отрасли финансовых услуг во всех экономических системах. Полномочия центральных банков и органов регулирования здесь будут рассмотрены лишь в общих чертах, понимая, что институциональные системы заметно различаются между странами.

## Стабильность уровня цен

Наиболее важной целью центрального банка должно быть поддержание разумной стабильности общего уровня цен в эконо-

мике. Стабильность уровня цен способствует экономическому развитию и помогает поддержать внутреннее и внешнее доверие к экономике. Внутренние рынки, особенно рынки капитала, функционируют более эффективно в условиях стабильности цен.

Центральный банк, успешно поддерживающий стабильность цен, получает престиж и влияние. Более того — и на этот момент часто не обращается внимания, — когда центральный банк поддерживает стабильность цен, он оказывается в состоянии проводить антициклическую денежно-кредитную политику, которая способствует стабилизации занятости на высоком уровне.

## Принципиальное значение платежей

Ни одна экономика не может функционировать без надежного механизма для производства и получения платежей. Если забыть о традиционных функциях банков в денежной сфере, это может привести к катастрофе. Коммерческий банк одновременно является денежной фирмой, которая принимает средства на счета и переводит их, а также кредитной фирмой, предоставляющей ссуды и управляющей ими. Когда кредитная деятельность банков создает опасность их несостоятельности, от этого также серьезно страдают их функции в обслуживании денежного оборота.

Есть два способа защиты от риска несостоятельности банков. Первый, и наиболее важный, заключается в том, чтобы коммерческие банки были обязаны поддерживать крупный резерв капитала в обмен на выгоды, предоставляемые им правом ведения банковской деятельности. Недавний финансовый кризис продемонстрировал, что традиционные стандарты банковского капитала оказались недостаточными. Банки должны быть обязаны поддерживать собственный капитал в размере не менее 10 процентов от активов. Кроме того, 10 процентов совокупных обязательств должны быть в форме субординированного долгосрочного долга, который банк может конвертировать в капитал по наступлении срока погашения (этот долг иногда называется «условным капиталом»).

Жесткие требования к капиталу служат нескольким целям. Они поддерживают доверие рынка к состоятельности банковской системы, налагают существенную рыночную дисциплину на деятельность банков и создают крупный резерв, защищающий налогоплательщиков от опасности того, что потребуются расходы их средств на спасение оказавшихся на грани банкротства банков.

Вторым средством защиты от несостоятельности банков является надзор со стороны органов регулирования. Банковские системы, как правило, пользуются обеспечиваемым государством страхованием депозитов. И для защиты фонда страхования депозитов требуется осуществление надзора. На официальные органы банковского сектора должна быть возложена единственная функция поддержания безопасности и надежности банков. Банки не должны использоваться для предоставления финансирования на цели развития, определяемого государственными органами. Прочные банки занимают центральное место в процессе экономического развития, но их



кредитная деятельность должна определяться частными рыночными мотивами.

Использование банков в качестве органов содействия развитию связано с определенными факторами риска. Один из них заключается в том, что на банки оказывается давление в сторону предоставления ссуд, которые являются небезопасными. Второй состоит в том, что определяемая государством банковская кредитная деятельность проводится за рамками бюджета. Правительству, которое стремится содействовать кредитам на цели развития, следует делать это прозрачно через государственные кредитные ведомства, ресурсы которых предоставляются через стандартный законодательный процесс. В качестве альтернативного подхода государство может субсидировать частные компании, содействующие развитию. В виду принципиальной важности стабильности банков они не должны быть управляемой частью системы финансирования на цели развития.

### Яд чрезмерного использования заемных средств

Основной причиной текущего финансового кризиса был чрезмерный леверидж, особенно в банковской системе. В контексте опыта США примерно за последние десять лет интересно сравнить взрыв пузырей фондовых цен интернет-компаний в начале десятилетия с крахом непервоклассных ипотек, начавшимся в 2007 году. Оба эпизода характеризовались маниакальной склонностью к рискованным активам, что впоследствии вымещалось в форме огромных убытков для инвесторов. Однако только крах на рынке непервоклассных ипотек привел к финансовому кризису. Обычные акции в большинстве случаев хранились на не обремененных займами счетах, в портфелях отдельных физических лиц и взаимных фондов. Непервоклассные ипотеки и выпущенные на их основе ценные бумаги хранились на счетах с высоким левериджем в коммерческих и инвестиционных банках и некоторых хедж-фондах.

Несмотря на опасность чрезмерного использования заемных средств, налоговые системы, как правило, субсидируют долг, предоставляя возможность вычета процентов из налогооблагаемых сумм в качестве расходов на ведение коммерческой деятельности, при этом не допуская того же вычета в отношении дивидендов на капитал. Государственная политика субсидий на использование заемных средств не имеет никакого смысла. В рамках систем налога на доходы физических лиц и предприятий следует постепенно отменить возможности вычета процентов и снизить налоговые ставки, чтобы обеспечить нейтральность этой реформы для государственных поступлений.

### Полномочия органов регулирования

Большинство органов регулирования в большинстве случаев считают, что они могут работать лучше, если им предоставлено больше полномочий. Эту точку зрения необходимо оспорить.

Каждое должностное лицо в демократическом обществе работает в рамках политических ограничений. Например, председатель центрального банка знает, что его должность не дает ему неограниченной власти, сколь бы широки ни были предоставляемые ему законом полномочия. Вопрос всегда заключается в том, какие действия можно предпринять в текущей политической обстановке. Столь же важно и то, что четкое представление о финансовой структуре заставляет учитывать, какие из своих полномочий центральный банк не должен был бы использовать, но, тем не менее, может быть склонен применять, если они заложены в регулирующее его деятельность законодательство.

Например, следует ли центральному банку покупать обязательства частных фирм и местных органов управления? Если ответ заключается — а я полагаю, он должен быть именно таким, — в том, что центральный банк не должен предоставлять таких ссуд, то он не должен и иметь права это делать. Предоставление ссуд любым структурам, помимо банков, должно быть обязанностью выборных органов управления. Полномочия в чрезвычайных ситуациях должны быть узко очерчены и, возможно, должны требовать официальной санкции со стороны премьер-министра или прези-

дента, чтобы гарантировать отсутствие злоупотреблений ресурсами центрального банка. Проблема не в том, что центральные банки будут на регулярной основе злоупотреблять своими полномочиями по предоставлению кредитов, а в том, что политическая власть будет злоупотреблять полномочиями центрального банка. Требование обязательной политической санкции повышает прозрачность кредитования небанковских учреждений со стороны центрального банка и возлагает ответственность за такие кредиты на политические органы, на которых она и должна лежать.

Кредитование со стороны центрального банка, в конечном счете, определяется его способностью создавать деньги, и мудрое использование этих возможностей является необходимым условием для поддержания покупательной способности валюты страны. Независимость центрального банка от текущего политического контроля является наилучшей защитой от инфляционного финансирования. Именно поэтому принципиально важно узкое определение полномочий и обязанностей центрального банка.

Полезно заранее продумать, какие полномочия нужны ведомствам и какие полномочия они должны иметь. Выступления в пользу предоставления им чрезвычайно широких и неопределенных полномочий во имя гибкости может быть, как я опасаясь, следствием неспособности четко продумать соответствующие вопросы. Каждый ученый знает, насколько ценным является преподавательский опыт для оттачивания идей. Должностные лица каждого органа регулирования должны задаваться такими вопросами: если происходит событие X, что должно делать мое ведомство? Какие для этого требуются полномочия? Если же происходит Y, не станут ли эти же самые полномочия объектом злоупотреблений в рамках политического процесса?

С течением времени высшее руководство в каждом ведомстве меняется. Насколько мы можем быть уверены, что будущие лидеры будут мудро пользоваться широкими полномочиями? Рассматривая возможные изменения в законодательстве, хорошее правило заключается в том, чтобы считать, что у будущих лидеров не будет той же компетенции и тех же мотивов, которые есть у сегодняшних. Контролирующее законодательство должно не расширять, а сдерживать власть будущих лидеров, что является единственным способом дать рынкам разумные гарантии проведения надежной политики.

### Старые, но важные

Финансовый кризис демонстрирует, что некоторые старые идеи сохраняют свою значимость. Поскольку банковский кризис ведет к общему экономическому кризису, законодательство и нормативные положения, регулирующие работу финансового сектора, должны быть направлены, прежде всего, на поддержание стабильности сектора коммерческих банков. Банки должны сосредоточивать свою деятельность на кредитовании с относительно низким риском и поддерживать достаточно высокий уровень капитала. Требуется тщательное определение полномочий органов регулирования; чрезмерные полномочия создают соблазн для политических злоупотреблений и вызывают неуверенность на рынке относительно действий официальных органов.

Требуется прилагать значительно больше усилий к изменению стимулов для финансовых компаний. Изменение налогового законодательства с целью достижения более низкого относительного использования заемных средств и более высоких норм капитала для банков приведет к более стабильной финансовой системе. Хотя на протяжении веков финансовые кризисы были обычным явлением в странах с рыночной экономикой, мы уже достаточно много знаем об их причинах, чтобы разработать такие меры политики, которые в будущем сделали бы подобные случаи нестабильности намного более редкими. ■

*Уильям Пул — бывший председатель Федерального резервного банка Сент-Луиса, сейчас занимает должности старшего научного сотрудника в Институте Катона и выдающегося ученого-резидента в Университете Делавэра.*



# Долг и демократия

*Рабах Арезки и Маркус Брукнер*

**Демократические страны используют непредвиденную прибыль от бума международных цен на сырьевые товары для уменьшения своей внешней задолженности. Авторитарные страны обычно расходуют эту прибыль**

**С**ТРАНЫ-экспортеры сырьевых товаров часто испытывают резкие изменения цен на сырьевые товары, которые создают серьезные трудности для сохранения макроэкономической стабильности. Например, неожиданно крупный приток иностранной валюты в результате резкого роста цен на сырьевые товары может привести к повышению реального обменного курса страны (номинального обменного курса с поправкой на инфляцию) и тем самым понизить конкурентоспособность ее несырьевого экспорта. Последствия таких непредвиденных изменений цен для конкурентоспособности стран-экспортеров сырьевых товаров широко изучены экономистами.

Существуют и другие важные, хотя, возможно, менее изученные, последствия таких ценовых шоков для стран-экспортеров сырьевых товаров, которые ведут к резкому увеличению иностранных резервов и доходов правительства. Способы использования правительством дохода от резкого повышения цен на сырьевые товары напрямую сказываются на макроэкономических показателях страны и могут оказывать как положительный, так и отрицательный эффект.

Когда происходит ценовой бум, неожиданное увеличение дохода облегчает погашение внеш-

ней задолженности странами-экспортерами сырьевых товаров. Однако бумы не бесконечны. Разумным способом применения дохода, полученного в благоприятные времена, является погашение внешних займов в порядке приготовления к более трудным временам. Но если страна неразумно распоряжается своей непредвиденной прибылью — или даже использует бум для увеличения долга, — она может оказаться в еще более трудной ситуации. Это объясняется тем, что долг будет соответствовать еще большей доле уменьшившихся по завершении бума финансовых ресурсов и его будет труднее оплатить. Ситуация дополнительно осложняется, если, как это часто бывает, долг выражен в иностранной валюте, например, в долларах США. Если непредвиденная прибыль, полученная в период бума цен на сырьевые товары, не используется для уменьшения внешнего долга, может последовать его дефолт (в свободной трактовке определяемый в настоящей работе как включающий реструктурирование долга, даже если формального дефолта не происходит). Некоторые исследователи утверждают, что бум цен на сырьевые товары 1970-х годов породил чрезмерную внешнюю задолженность ряда стран-экспортеров сырья — например, Венесуэлы и Нигерии, — приведшей к кризису задолженности 1980-х годов (Deaton, 1996; Krueger, 1987; Sachs, 1989a).



В международной финансовой литературе преобладает точка зрения, что высокий уровень внешнего долга может подрывать экономические показатели страны, по сути становясь налогом на будущие инвестиционные проекты и сдерживая финансирование этих проектов (Krugman, 1988; Sachs, 1989b). Учитывая сильные колебания цен на сырьевые товары в последние годы и долговой кризис в Дубае в 2009 году, разработчики политики должны понять связь между внешним долгом стран-экспортеров сырьевых товаров и динамикой международных цен на сырьевые товары. Мы проанализировали эту связь, изучив 93 страны за период с 1970 по 2007 год, и пришли к выводу, что существует значительное различие в том, как демократические и автократические страны распоряжались ценовым бумом. Мы сосредоточили внимание на отношении правительства к валовому внешнему долгу в его обычном понимании в научной литературе. Однако важно помнить, что некоторые страны также накапливали финансовые активы, такие как международные резервы, которые уменьшают их общую чистую позицию относительно других стран мира.

### Что дает непредвиденная прибыль?

В демократических странах (см. вставку 1), в которых политические институты обеспечивают определенную подотчетность политических лидеров, положительные шоки со стороны цен на сырьевые товары ассоциируются со значительно меньшей внешней задолженностью и риском дефолта по ней. В странах с сильными автократическими режимами, в которых политические лидеры не подотчетны или слабо подотчетны перед обществом, непредвиденная прибыль от бума международных цен на сырьевые товары не использовалась систематически для уменьшения внешнего долга; кроме того, риск дефолта по внешнему долгу существенно увеличился в этих странах после прекращения непредвиденной прибыли от бума цен на сырьевые товары.

Почему это происходит? Потому что эти режимы используют значительную часть такой непредвиденной прибыли для государственного потребления. Увеличение государственных расходов на потребление не обязательно причиняет ущерб. Действительно, с точки зрения социального благосостояния, если непредвиденная прибыль используется для эффективного обеспечения общественных благ, таких как образование и здравоохранение, такие расходы могут быть благотворными.

Однако в автократических странах увеличение государственных расходов на потребление являлось в основном непродуктивным и главным образом шло на благо влиятельных элит. Например, в странах-экспортерах нефти топливо часто субсидировалось, что вело к крупным бюджетным издержкам и чрезмерному потреблению, в непропорционально высокой степени помогая богатым, которые потребляют значительно больше энергии, чем бедные (см. статью “Reducing the Staggering Costs of Cheap Energy” в настоящем выпуске *Ф&Р*). Поскольку расходы в странах, названных государствами с «благоприятными для хапуг политическими институтами», ведут к расточительству государственных средств и вытесняют продуктивную деятельность (Mehlum and Torvik, 2006), валовой внутренний продукт (ВВП) на душу населения — общепринятый, даже если и неполный, показатель социального благосостояния — не растет в период бума цен на сырьевые товары.

В демократических странах, с другой стороны, мы не обнаружили крупного и существенного увеличения государственных расходов на потребление в период бума цен на сырьевые товары. Непредвиденная прибыль вела к значительному повышению ВВП на душу населения.

Мы также пришли к выводу, что в демократических странах бумы международных цен на сырьевые товары часто сопровождалась значительным усилением главенства права (см. вставку 2). Повышение международных цен на экспортруемые сырьевые товары может вести к увеличению нормы прибыли от внутренних инвестиций, особенно в секторе природных ресурсов, но если инвесторы опасаются экспроприации со стороны правительства

значительной доли их прибыли, частные инвестиции могут сильно не возрасти, несмотря на более высокую норму прибыли на капитал, вложенный в стране. Многие демократические страны отреагировали на опасения инвесторов, предоставив потенциальным инвесторам заверения в том, что их права собственности будут уважаться. Напротив, во многих странах с автократическими режимами главенство права было уже слабым и не повысилось — или даже ухудшилось — в периоды непредвиденно высокой прибыли от бума международных цен на сырьевые товары.

### Какие уроки можно извлечь?

Более консервативное управление непредвиденной прибылью в странах с более демократическими институтами обеспечивает очевидную выгоду — сокращение внешнего долга. Это, в свою очередь, означает более низкое налоговое бремя для будущих инвестиционных проектов. Поэтому большинство граждан предпочитает меры политики, которые ведут к уменьшению внешнего долга, особенно если существует серьезный риск того, что правительство потратит непредвиденный доход от бума международных цен на сырьевые товары на проекты с более низкой нормой прибыли. Демократически избранные политические лидеры, в силу того что они подотчетны перед обществом, представляются более склонными, чем их коллеги в автократических странах, содействовать сокращению (или согласиться на сокращение) внешнего долга.

### Повторение истории

В результате уменьшения регулирования международной финансовой сферы в 1990-х годах и вызванного этим потока капитала из промышленно развитых в развивающиеся страны многие из государств столкнулись с чрезмерной задолженностью, приведшей к проблеме «долгового навеса» 1990-х годов (когда существующий долг является достаточно высоким, чтобы сдерживать инвестиции). Многосторонние кредиторы систематически принимали меры для сокращения задолженности наиболее

Вставка 1

#### Демократия или автократия

Мы поделили 93 страны в нашем исследовании на демократические и автократические на основании критериев, установленных в базе данных Polity IV (Marshall and Jaggers, 2009). В классификации используется оценка по 10-бальной шкале четырех характеристик политической системы: конкурентность участия в политической жизни, конкурентность найма на руководящие должности, открытость найма на руководящие должности и налагаемые ограничения на руководителей компаний.

На одном полюсе шкалы (+10) находятся демократические страны с наиболее политически конкурентными и открытыми системами. На другом полюсе (-10) — автократические страны с наименее открытыми и конкурентными системами. Мы считаем страну автократической, если средняя оценка за период с 1970 по 2007 годы ниже нуля, и сильно автократической, если она ниже -6. Демократические страны имеют оценку выше нуля, а сильно демократические — выше +6. Из 93 стран 52 были автократическими, 13 — сильно автократическими, 41 — демократической и 14 — сильно демократическими.

Вставка 2

#### Главенство права

Существуют два аспекта главенства права (International Country Risk Guide, 2009). Компонент права охватывает прочность и непредвзятость правовой системы. Концепция главенства права также включает в себя понятие «порядка», то есть того, насколько полно соблюдаются законы. Страна может иметь судебную систему с высоким рейтингом, но общий низкий рейтинг, если в ней существует очень высокий уровень преступности или ее граждане регулярно и безнаказанно игнорируют законы.

бедных стран. Среди получивших такую помощь было несколько стран с низкими доходами, богатых сырьевыми ресурсами. Но когда после 2000 года вновь начался бум цен на сырьевые товары, некоторые из этих богатых сырьевыми ресурсами стран, особенно в регионе Африки к югу от Сахары, начали производить крупное заимствование (у Китая и других новых кредиторов). Это новое заимствование вызывает вопросы относительно устойчивости государственных финансов богатых сырьевыми ресурсами стран и возможности появления нового порочного круга чрезмерной задолженности и еще одного «долгового навеса».


Для того чтобы ограничить эти риски, богатым сырьевыми ресурсами странам, известным своей низкой бюджетной дисциплиной, особенно автократическим государствам, следует рассмотреть возможность введения определенных правил в отношении государственного бюджета с самого начала бума цен на сырьевые товары. Бюджетные правила представляют собой количественные целевые показатели бюджетных агрегатов, таких как структурный дефицит (разница между государственными расходами и доходами с поправкой на фазу делового цикла), расходы и долг. Теоретически основанием для бюджетных правил служит то, что они призваны воспрепятствовать чрезмерному заимствованию богатыми сырьевыми ресурсами странами. На деле бюджетные правила не всегда оказываются эффективными. В действительности «творческий подход» к бухгалтерскому учету, политическое давление и злоупотребление служебным положением могут сказываться на приверженности правительства соблюдению бюджетных правил. Это особенно верно в условиях произвольно принимаемых решений в автократических странах. К трудностям применения бюджетных правил относятся разработка надлежащей системы сдержек и противовесов и стратегии информирования общественной. Эти трудности указывают на необходимость в дополнительных исследованиях и дискуссиях по вопросам разработки политики в странах со слабыми структурами управления. ■

*Рабах Арезки является экономистом Института МВФ, а Маркус Брукнер — соискателем степени доктора философии Университета Помпеу Фабра.*

*Данная статья основана на рабочем документе МВФ 10/53, “International Commodity Price Shocks, Democracy, and External Debt”*

*Литература:*

- Deaton, Angus, and Ron Miller, 1996, “International Commodity Prices, Macroeconomic Performance, and Politics in Sub-Saharan Africa,” *Journal of African Economies*, Vol. 5, No. 3, pp. 99–91.
- International Country Risk Guide, 2009, PRS Group (Syracuse, New York).
- Krueger, Anne O., 1987, “Origins of the Developing Countries’ Debt Crisis, 1970 to 1982,” *Journal of Development Economics*, Vol. 27, No. 1–2, pp.165–87.
- Krugman, Paul, 1988, “Financing vs. Forgiving a Debt Overhang,” *Journal of Development Economics*, Vol. 29, No. 3, pp. 253–68.
- Marshall, Monty G., and Keith Jagers, 2009, *Polity IV Project: Political Regime Characteristics and Transitions, 1800–2007—Dataset Users’ Manual (Arlington, Virginia: Polity IV Project)*.
- Mehlum, Halvor, Karl Moene, and Ragnar Torvik, 2006, “Institutions and the Resource Curse,” *Economic Journal*, Vol. 1, No. 508, pp. 1–20.
- Sachs, Jeffrey D., 1989a, “Introduction to ‘Developing Country Debt and Economic Performance,’” in *Developing Country Debt and Economic Performance, Volume 1: The International Financial System (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research)*, pp. 1–36.
- , 1989b, “The Debt Overhang of Developing Countries,” in *Debt Stabilization and Development: Essays in Memory of Carlos Diaz-Alejandro, ed. by Guillermo Calvo and others (Cambridge, Massachusetts, and Oxford: Blackwell)*, pp. 80–102.



**COLUMBIA | SIPA**  
School of International and Public Affairs

**PROGRAM IN ECONOMIC POLICY MANAGEMENT (PEPM)**

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

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

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

The 2011–2012 program begins in July of 2011. Applications are due by January 1, 2011.

pepm@columbia.edu | 212-854-6982; 212-854-5935 (fax) | www.sipa.columbia.edu/academics/degree\_programs/pepm  
To learn more about SIPA, please visit: www.sipa.columbia.edu





Рэндалл Додд

# «Бешеные деньги» муниципалитетов

**П**ОМИМО нескольких одинаковых названий (и фильма «Париж, Техас», в котором воспеваются одно из них), между городами Европы и США, видимо, немного общих черт. Однако современная финансовая система увеличила их число. Похожее, но сложные операции с производными финансовыми инструментами по обе стороны Атлантики привели к разрушительным финансовым потерям местных органов управления.

Отчасти эти сделки провалились в связи с мировым экономическим кризисом, который показал, что многие, казалось бы, надежные операции были более рискованными, чем полагали муниципалитеты. Эти сделки, как правило, совершались неопытными местными органами управления с использованием производных финансовых инструментов (см. вставку), торгуемых на внебиржевом рынке между двумя сторонами, а не на фондовой бирже или через центральную клиринговую организацию.

Во Франции, по имеющимся сведениям, 1000 городов осуществляли операции с производными финансовыми инструментами, непогашенная сумма которых по нарицательной стоимости (нарицательная стоимость аналогична номинальной стоимости облигаций) составляет 11 млрд евро. В Италии в этих операциях участвовали 467 городов, а опубликованная непогашенная сумма равняется 2,5 миллиарда евро. По Германии всеобъемлющие данные отсутствуют, но только с Дойче Банком сделки с производными финансовыми инструментами проводили, по крайней мере, 50 городов. В США, где в 40 штатах было принято законодательство, позволяющее муниципалитетам проводить операции с производными финансовыми инструментами, общая сумма таких операций по нарицательной стоимости оценивается в 250–500 млрд долл. США. Как и в Европе, катастрофические финансовые последствия операций с этими инструментами всплыли в связи с судебными исками. В США крупные убытки были заявлены в городах и округах штатов Алабама, Калифорния, Огайо и Пенсильвания, причем, как и в Европе, многие муниципалитеты в США не предавали огласке свои неудачные сделки предположительно для того, чтобы избежать позора и политических последствий. В результате, хотя потери на обоих континентах были значительными, полные данные отсутствуют.

Некоторые муниципалитеты оказались в сложной ситуации, просто пытаясь сократить издержки, связанные с выпуском долговых обязательств для финансирования таких обычных для местных органов управления функций, как реконструкция школ или водоочистных сооружений. Другие местные органы управления пытались использовать производные финансовые инструменты, чтобы замаскировать свой долг или дефицит бюджета. Когда они попадали в трудную ситуацию, они подвергались большей опасности, поскольку они проводили операции с более сложными или экзотическими, а значит и более рискованными, производными финансовыми инструментами, чтобы компенсировать свои потери.

## Арбитраж «по учебнику»

Чаще всего органы управления совершали традиционные операции с производными финансовыми инструментами, называемые договорами своп, чтобы снизить ожидаемую стоимость заимствования. Обычный своп предполагает обмен фиксированного потока доходов на плавающий поток. Муниципалитеты оказывались в затруднительной ситуации, когда вместо этого они выпускали облигации с переменной, или плавающей, ставкой, а затем совершали свопы процентных ставок с дилером, который, как правило, был коммерческим или инвестиционным банком, чтобы преобразовать переменную ставку в фиксированную (этот процесс называется синтетическим долгом с фиксированными процентными ставками). Предполагалось, что эта фиксированная ставка будет ниже, чем если бы муниципалитет выпустил стандартную облигацию с фиксированной ставкой. Хотя намерение заключалось в преобразовании переменной ставки в фиксированную, это достигалось за счет определения чистой

**Финансы местных органов управления по обе стороны Атлантики оказались в плохом положении после операций с производными финансовыми инструментами**

## Что такое производный финансовый инструмент?

Производный финансовый инструмент — это финансовый контракт, сумма которого зависит или является производной (а отсюда и название) от базовой справочной единицы, такой как акция, облигация, валюта или процентная ставка. Наиболее широкое распространение получили такие виды производных финансовых инструментов, как фьючерсные контракты, опционы и свопы. Сделки с некоторыми производными финансовыми инструментами совершаются на бирже, а с другими — на внебиржевом рынке. Они зачастую используются для хеджирования рисков.

позиции по двум платежам с переменной ставкой: бралась разница между плавающей ставкой, которую муниципалитет выплачивал по облигациям, и получаемым им платежом по свопу с плавающей ставкой. Прогнозировалось, что ожидаемая разница между двумя плавающими ставками позволит муниципалитету сэкономить от 0,5 до 1,5 процентного пункта на обслуживании долга.

Это представляет собой стандартную стратегию использования производных финансовых инструментов, к которой на протяжении длительного времени прибегают нефинансовые компании. Она создала проблемы для муниципалитетов, когда изменения плавающей процентной ставки по выпущенным ими муниципальным облигациям не соответствовали изменениям эталонной ставки, которая определяла размер платежей, поступающих от дилера по свопам. Данные процентные ставки могут полностью следовать за изменениями друг друга при обычном состоянии рынка, но они резко расходятся в период кризиса, когда давление на рынок влияет на них по-разному. Когда процентные ставки перестали двигаться согласованно, сальдирование этих двух переменных ставок более не позволяло получать фиксированную ставку, и муниципалитеты уже не могли добиться снижения своих процентных платежей. Возможность таких негативных изменений называется «базисным» риском. Экономия муниципалитетов на процентных ставках зачастую превращалась в убытки по мере расхождению траекторий процентных ставок.

В период между 2002 годом и концом 2007 года существовала довольно устойчивая разница, называемая спредом или базисом, между Лондонской межбанковской ставкой предложения (ЛИБОР), которая обычно используется в качестве эталонной для муниципальных облигаций, и индексом Ассоциации участников индустрии ценных бумаг и финансовых рынков (SIFMA), который часто используется для определения ставки по свопам муниципалитетов. Однако в период с 2008 года по март 2009 года волатильность этого спреда стала вызывать беспокойство (см. график), а муниципалитеты, в целом, стали платить по более высоким, а зачастую — и по значительно более высоким ставкам, чем ожидалось.

### Когда траектории изменений процентных ставок расходятся

Разница, или спред, между ставкой ЛИБОР и индексом SIFMA была постоянной в период с 2006 года по 2008 год, но после этого стала волатильной, что вывело из равновесия ставки по муниципальным ценным бумагам, которые были основаны на этом спреде, и обернулось значительными финансовыми потерями для местных органов управления.



Источники: Совет управляющих Федеральной резервной системы и Ассоциация участников индустрии ценных бумаг и финансовых рынков.  
 Лондонская межбанковская ставка предложения (ЛИБОР) — это ставка, которую банки устанавливают друг для друга при краткосрочном заимствовании. Она зачастую используется в качестве эталонной для долга с плавающей ставкой, включая многие виды облигаций, выпущенных муниципалитетами.  
 Индекс Ассоциации участников индустрии ценных бумаг и финансовых рынков (SIFMA) зачастую используется в качестве эталона для переменной ставки, уплачиваемой дилерами муниципалитетам в рамках свопов процентных ставок.

Ситуация еще больше осложнялась, когда ставки, уплачиваемые муниципалитетами по их долгосрочным облигациям с переменной процентной ставкой, не были привязаны к эталонной ставке, а напрямую устанавливались на рынке по результатам регулярно проводимых еженедельных или ежемесячных аукционов. Помимо того, что конкретные ставки финансирования, определяемые рынком, не совпадают с эталонными процентными ставками, в период мирового финансового кризиса аукционы зачастую объявлялись несостоявшимися, поскольку отсутствовали покупатели облигаций на торгах — даже брокеры-дилеры, подписавшиеся на эти ценные бумаги, не выходили на торги. Эти брокеры-дилеры сами испытывали трудности в связи с нехваткой капитала и недостаточным финансированием. Когда аукционы объявлялись несостоявшимися, процентные ставки по ценным бумагам резко взлетали вверх в связи с тем, что в контрактах содержалось положение об установлении высоких штрафных процентных ставок в случае несостоявшегося аукциона.

В стратегии, цель которой заключалась в экономии на процентных ставках, недостаточное внимание уделялось базисному риску, т.е. риску возможного расширения спреда. Эти сделки совершались после периода низкой волатильности свопов процентных ставок, что позволяло предположить низкую вероятность возникновения проблем в будущем. Теперь очевидно, что прошлый опыт не был хорошей основой для прогнозирования будущих изменений и что ожидаемая экономия была недостаточной, принимая во внимание истинный размер риска.

### Деньги вперед

Муниципалитеты также прибегали к свопам процентных ставок, обеспечивавшим авансовые платежи, которые могли использоваться для сокращения долга или финансирования текущих расходов, в обмен на уплату более крупных сумм в течение срока действия сделки своп, чем они должны были бы платить в противном случае. Цена свопов процентных ставок, как правило, определяется по номиналу, что означает, что справедливая рыночная стоимость (или «плечо» на языке сделок своп) первоначально одинакова для обеих сторон. Однако если муниципалитет обязуется уплачивать плечо по фиксированной ставке, которая выше, чем преобладающая на рынке ставка, то дилер выплачивает сумму этих более высоких в будущем платежей местным органам управления в начале сделки. В системе бухучета муниципалитетов, которая ведется на кассовой основе, а не методом начислений, такая операция, как правило, не отражается как долг органа управления, даже несмотря на то, что, по сути, муниципалитет заимствовал средства. Это ведет к искажению картины финансового состояния муниципалитета.

### Необычные сделки

Третий, и порой наиболее разрушительный, вариант предполагал использование более сложных или экзотических производных финансовых инструментов. Стремясь возместить убытки по другим сделкам с производными финансовыми инструментами или просто увеличить доходы по своим кассовым активам в период низких процентных ставок, муниципалитеты совершали сделки с такими производными финансовыми инструментами, как постоянный своп с обменом различающихся по срочности облигаций, своп-опцион и своп «снежный ком». Поскольку эти инструменты были более сложными и непрозрачными, стало труднее определять цену этих свопов, а связанные с ними риски были менее четко определены. Более того, первоначально их цель, как правило, заключалась не в хеджировании рисков, а в получении более высокого дохода за счет принятия более высокого риска. Основной вопрос заключается в том, справедливо ли определялась их цена.

Постоянный своп с обменом облигаций, различающихся по срочности, представляет собой своп процентных ставок, в рамках которого платежи одной стороны основаны на краткосрочной эталонной ставке, такой как трехмесячный ЛИБОР плюс некоторый спред, а вторая сторона уплачивает, скажем, ставку по свопу



на 10 лет, которая фактически формируется на каждую дату платежа в течение периода действия сделки своп. По сути, это представляет собой ставку на определенный наклон кривой доходности, представляющей собой диаграмму отношения между доходом, который дают инвестиции, и их сроком. В нормальных условиях доходность снижается по мере сокращения срока, и наклон кривой идет вверх (в связи с сочетанием факторов риска, которые возрастают с течением времени). Ключевым доводом в пользу такого рода сделок было то, что при высокой эталонной ставке сумма платежа на чистой основе с учетом обоих компонентов была близка к нулю. Если бы центральный банк снизил краткосрочные процентные ставки, угол кривой доходности, скорее всего, увеличился бы, поскольку долгосрочные процентные ставки не сократились бы в равной мере. Такой своп обеспечил бы поток денежных средств для муниципалитета. Однако в период финансового кризиса и краткосрочные, и долгосрочные процентные ставки упали, а наклон кривой доходности стал плоским. Лишь в Пенсильвании за период с 2006 года двадцать семь школьных округов заявили о том, что они понесли убытки по такого рода контрактам.

Сложной разновидностью постоянного свопа с обменом облигаций, различающихся по срочности, является экзотический производный финансовый инструмент, который называется «снежный ком». Вложение средств в свопы «снежный ком» привело к убыткам в таких городах, как Сент-Этьен во Франции и Пфорцгейм в Германии. (Сент-Этьен также понес большие убытки в связи с валютными свопами с использованием фунта стерлингов и швейцарского франка.) Стоимость эти свопов «снежный ком», как и в случае постоянных свопов с обменом различающихся по срочности облигаций, определялась в зависимости от разницы между долгосрочными и более краткосрочными процентными ставками. Однако действовал дополнительный механизм, который представлял собой требование о том, что платеж в каждый период не может быть ниже, чем платеж предыдущего периода. Таким образом, неблагоприятное изменение процентных ставок, даже если оно носило временный характер, вело к увеличению платежей на постоянной основе на весь срок действия контракта, а сроки погашения иногда растягивались на десятилетия. Эти сделки представляют собой выгодный бизнес для той из сторон, которая оказывается в выигрыше, а муниципалитеты зачастую были не в их числе.

### Случай сочетания всех трех проблем

В округе Джефферсон, штат Алабама, США, местные органы управления умудрились попасть в ловушку всех трех сценариев, пытаясь снизить затраты на процентные платежи, получить авансовые платежи и заработать дополнительный доход. Данный округ с населением меньше 700 000 человек заключил 17 сделок своп, общая нарицательная стоимость которых равнялась 5,8 миллиарда долл. США, а сроки погашения составляли до 39 лет. Данный округ не только потерял 277 млн долл. США на сделках с производными финансовыми инструментами, но, по некоторым данным, переплатил около 100 млн долл. США комиссионных по этим операциям.

Один из свопов округа Джефферсон может проиллюстрировать, как сложность сделки может привести к асимметричности информации о цене (т.е. к ситуации, когда одна сторона знает больше о сделке, чем другая), в результате чего цена продукта устанавливается несправедливо. Рассматриваемый своп был разработан, чтобы получить авансовый платеж в размере 25 млн долл. США и позволить заработать дополнительный доход для округа, который пошел на более высокий процентный риск, чтобы получить этот доход. Платежи по сделке своп, основная сумма которой по нарицательной стоимости составляла 1,88 миллиарда долл. США, представляли собой чистую разницу между платежом округа по ставке одномесячный ЛИБОР, помноженным на 0,67 процента, и получаемым платежом по ставке одномесячный ЛИБОР, помноженным на 0,56 процента, плюс 0,49 процента основной суммы. Эта формула может быть выражена следую-

щим образом: округ уплачивает ставку ЛИБОР, помноженную на 0,11 процента (0,67 процента минус 0,56 процента), и получает фиксированный платеж в размере 0,49 процента.

Условия контракта выражены в процентном отношении к процентным ставкам, что затрудняет понимание операции. Рассмотрим следующую обратную финансовую схему, в рамках которой, поскольку сроки сделок не раскрываются для общестественности, предположим, что срок погашения составляет 10 лет. Условия идентичны (а суть операции легче понять), если процентные ставки увеличить в 10 раз, а основную сумму сократить на аналогичную величину. Условия платежа можно выразить следующим образом: округ уплачивает 1,1 ставки ЛИБОР, помноженную на нарицательную стоимость основной суммы, которая составляет 188 млн долл. США, минус 4,9 процента. Если применить стандартную фиксированную 10-летнюю ставку для процентного свопа с использованием ставки ЛИБОР по состоянию на июнь 2004 года, когда заключалась сделка, то получается, что округ должен был бы уплачивать просто ставку ЛИБОР и получать 5,23 процента основной суммы. По существовавшим на тот момент ставкам по свопам 1,1 ставки ЛИБОР, которую тогда уплачивал округ, заменили бы на 5,75 процента, что на 0,85 процентного пункта выше, чем 4,90 процента, которые округ получал.

С другой стороны, дилер по сделке своп получал эти более высокие платежи. Уплатив 4,9 процента округу, он получал практически безрисковый доход в размере 0,85 процента основной суммы, которая составляла 188 млн долл. США. Приведенная стоимость этого дохода в июне 2004 года составила бы 125 млн долл. США, что позволяло дилеру выплатить округу Джефферсон 25 млн долл. США авансом и получить прибыль в размере 100 млн долл. США. Дилер подвергался лишь «кредитному» риску, т.е. риску того, что либо округ Джефферсон, либо партнер по второму свопу не выполнит свои обязательства. Округ Джефферсон, с другой стороны, принимал на себя большие процентные риски, причем делал это при уровне доходности ниже рыночной.

Эта операция иллюстрирует, каким образом сложные и непрозрачные инструменты, торгуемые на внебиржевом рынке, использовались в рамках операций с производными финансовыми инструментами с неискушенными муниципальными властями. Она также показывает, что контракты могут составляться таким образом, чтобы завуалировать лежащие в их основе экономические принципы.

Убытки, понесенные в связи со сделками по многим из таких производных финансовых инструментов, создали большие проблемы для местных органов управления. Такие города, как Сент-Этьен и Пфорцгейм, и округ Джефферсон, штат Алабама, были вынуждены существенно урезать расходы за счет сокращения текущих услуг и отсрочки либо сокращения вложений в государственную инфраструктуру, что сдерживает рост активности в реальном секторе экономики.

Чтобы помочь муниципалитетам избежать заключения сделок, сути которых они не понимают, следует установить требование о проведении консультаций с действительно независимой третьей стороной-консультантом, который в состоянии проанализировать риск и предоставить независимое мнение относительно цены. Муниципалитетам следует установить фиксированную плату для таких советников, которая не зависела бы от суммы сделки. Дилеры по операциям с производными финансовыми инструментами должны действовать, неся фидуциарную ответственность, а также соблюдая требование об установлении приемлемости сделок с муниципалитетами и обеспечивая прозрачность операций. Кроме того, следует пересмотреть правила учета органов самоуправления в отношении использования производных финансовых инструментов для финансирования муниципалитетов. ■

*Рэндалл Додд — бывший старший специалист по финансовым вопросам Департамента денежно-кредитных систем и рынков капитала МВФ.*

# Снижение государственного долга



Строительство в Бейруте.

**Многие страны в прошлом добивались снижения относительной величины своего государственного долга, чему часто способствовали благоприятные макроэкономические условия. В будущем ситуация может складываться для них не столь удачно**

*Харальд Фингер и Азим Садигов*

**Г**ЛОБАЛЬНЫЙ спад прошлого года, похоже, уступил место глобальному подъему, однако, по крайней мере в одном отношении, его наследие сохранится еще на долгое время. Во многих странах с началом глобального кризиса быстро росли размеры государственного долга относительно валового внутреннего продукта (ВВП) и намечается его еще большее увеличение в предстоящие годы, поскольку для снижения дефицитов государственных бюджетов с их высокого сегодняшнего уровня потребуются значительное время. Когда подъем прочно встанет на ноги и перестанет опираться на поддерживающие меры в форме крупномасштабных бюджетных стимулов, центр внимания должен будет сместиться на сокращение государственного долга. Прошлый опыт показывает, что это действительно возможно, но эта задача с течением времени, вероятно, будет становиться все более сложной.

## Ближневосточная история

Ливан представляет собой пример страны, которой удалось добиться значительного снижения своего долга относительно ВВП. Многие годы высоких бюджетных дефицитов в течение 1990-х годов и целый ряд следовавших друг за другом потрясений с начала до середины 2000-х годов привели к тому, что к 2006 году государственный долг вырос до 180 процентов от ВВП, что было одним из самых высоких относительных уровней долга в мире. Однако в течение следующих трех лет Ливан снизил этот коэффициент примерно на 30 процентных пунктов, что было значительным и быстрым улучшением ситуации, которое мало кто мог бы предсказать в 2006 году.

Как Ливану это удалось? История начинается с активного всплеска экономической активности. В 2006 году ливанская экономика была разбита вооруженным конфликтом с Израилем, а последовавшая за этим продолжительная тупиковая политическая ситуация в течение более года оставляла страну без действующего парламента (политическая напряженность вылилась в уличные бои весной 2008 года). Однако в 2007 году экономика начала разворачиваться, поразительным образом отстранившись от напряженной политической ситуации. Доверие, а с ним и экономическая активность, начали восстанавливаться, подкрепляемые новой масштабной программой бюджетных реформ и (ограниченной) финансовой поддержкой со стороны региональных и западных доноров.

Соглашение о политическом примирении, заключенное между соперничающими фракциями Ливана в Дохе в 2008 году, способствовало активному подъему в туризме и строительстве. За этим последовал крупный приток средств в банковскую систему, ставший сигналом вновь восстановленного доверия и даже усилившийся во время глобального финансового кризиса. В течение 2007–2009 годов реальный ВВП рос в среднем на 8½ процентов в год. Хотя масштабные планы Ливана в бюджетной сфере полностью так и не были реализованы, активный рост, бюджетная дисциплина и некоторая поддержка со стороны доноров позволили в этот период добиться первичных профицитов на уровне от 1½ до 3 процентов ВВП без учета процентных платежей, что привело к существенному снижению относительной величины долга (хотя государственный долг остается высоким и составляет примерно 150 процентов от ВВП).



## Изобилие прецедентов

Ливан не одинок: как это ни удивительно, многим странам удалось существенно снизить свой долг относительно ВВП. С 1980 года среди стран с развитой экономикой и стран со средними доходами отмечалось 84 случая, когда отношение долга к ВВП уменьшалось более чем на 20 процентных пунктов в течение по крайней мере двух лет. Медианная величина снижения долга составляла 34 процента от ВВП с продолжительностью 5½ лет и средним первичным профицитом бюджета в размере 2¾ процента от ВВП. При этом между странами наблюдались значительные различия в размерах общего сокращения долга и средней величине первичного сальдо бюджета (см. рис. 1).

Случаи существенного уменьшения долга, как правило, относятся к одной из трех категорий:

- страны-экспортеры нефти, воспользовавшиеся благоприятной динамикой цен или расширением своего потенциала добычи нефти;
- случаи реструктуризации долга с получением поддержки со стороны кредиторов и часто под благоприятным воздействием быстрого экономического подъема после кризиса;
- другие случаи, где снижение долга достигалось за счет проводимой в стране бюджетной коррекции и благоприятной «автоматической» динамики долга. Обычно эта динамика была обусловлена сочетанием активного экономического роста и относительно низких процентных ставок, а также — в случае стран с выраженным в иностранной валюте долгом — повышением реального обменного курса.

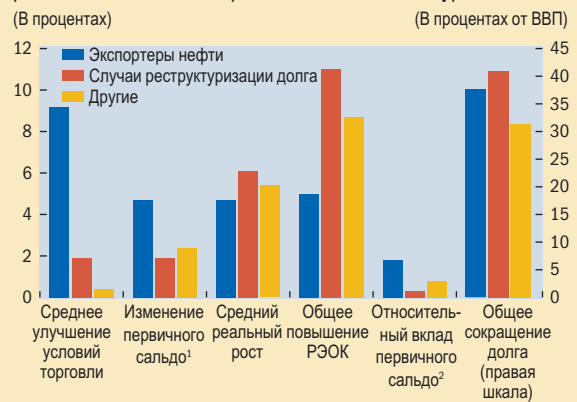
## Страны-экспортеры нефти — наполнение

Неудивительно, что в периоды снижения долга странам-экспортерам нефти удавалось добиться более значительного увеличения первичного профицита бюджета, чем другим странам, поскольку динамичный рост цен на нефть и (или) увеличение ее производства обеспечивали более высокий объем бюджет-

Рисунок 2

## Объединение в категории

На странах-экспортерах нефти положительно сказались улучшения в условиях торговли; в случаях реструктуризации долга положительную роль сыграл рост ВВП и повышение реального обменного курса.



Источники: IMF «International Financial Statistics», «Перспективы развития мировой экономики» и оценки персонала МВФ; база данных, Joint External Debt Hub; World Bank, World Development Report.

Примечание. РЭОК — реальный эффективный обменный курс.

¹За предыдущий трехлетний период, в процентных пунктах от ВВП.

²Отношение вклада в общее снижение долга со стороны первичного сальдо к вкладу со стороны автоматической динамики долга.

ных поступлений (см. рис. 2). Среднее улучшение условий торговли у стран-экспортеров нефти было в несколько раз больше, чем в других странах. Однако страны-экспортеры нефти проводили несколько меньшую консолидацию своих первичных расходов, вероятно, вследствие того, что внезапный рост доходов от нефти делал сокращение расходов не столь насущной задачей. Тем не менее, страны-экспортеры нефти являются единственной группой, где первичное бюджетное сальдо сказывалось на отношении долга к ВВП в большей степени, чем автоматическая динамика долга, обусловленная благоприятной динамикой роста, процентных ставок и обменного курса.

## Случаи реструктуризации долга — новая энергия

И наоборот, в случаях, связанных с реструктуризацией долга — либо со стороны частных кредиторов, либо Парижского клуба — первичное сальдо бюджета в меньшей степени сказывалось на общем сокращении долга, чем в других группах. Очевидно, что в первый год эпизодов снижения долга коррекция первичного сальдо бюджета в случаях реструктуризации долга в среднем была несколько большей, чем в других случаях (не считая стран-экспортеров нефти), но если рассмотреть картину на протяжении всего периода снижения долга, она оказывается иной. В случаях реструктуризации долга — несмотря на происходившее в такие периоды сужение первичного сальдо примерно на 2 процента от ВВП — в среднем первичное сальдо достигало лишь 0,7 процента от ВВП, то есть было существенно меньше, чем в странах-экспортерах нефти (6,4 процента) и в других случаях (2,8 процента).

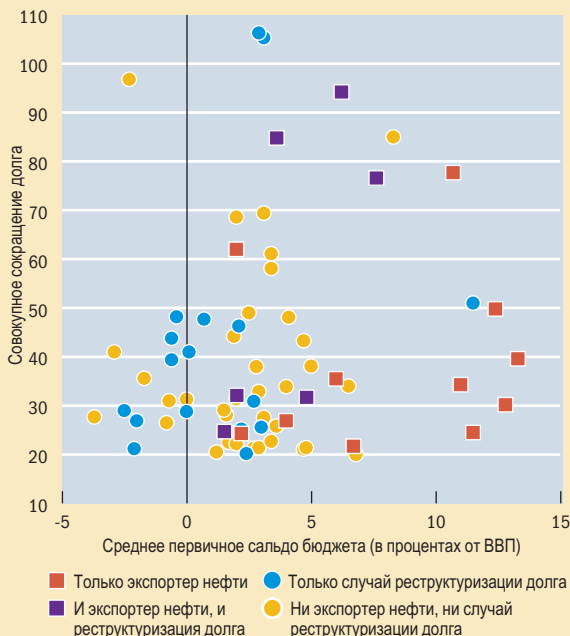
Это может показаться странным: следовало бы ожидать, что кредиторы будут требовать более высокого первичного профицита в обмен на облегчение бремени долга. Однако благоприятная динамика долга, обусловленная более льготными условиями обслуживания долга и во многих случаях быстрым восстановлением экономики и повышением реального обменного курса после кризиса, фактически снижала необходимость коррекции первичного сальдо бюджета во время эпизодов снижения долга. Фактически, в случаях реструктуризации долга обеспечивалось в среднем самое значительное его сокращение (41 процент

Рисунок 1

## Разрозненная группа

Опыт сокращения долга и бюджетной консолидации существенно различался между странами.

(В процентах от ВВП)



Источники: МВФ «Перспективы развития мировой экономики» и оценки персонала МВФ.

от ВВП, по сравнению с 38 процентами в странах-экспортерах нефти и 31 процентом в других случаях), даже несмотря на то, что в этих эпизодах отмечался самый низкий первичный профицит из всех трех групп стран. Помимо прямого облегчения бремени долга благодаря условиям реструктуризации, в этих случаях благоприятную роль также играли высокие темпы роста ВВП (6 процентов) и существенное повышение реального обменного курса (на 11 процентов в течение эпизода).

По этой причине может показаться привлекательным решение проблем долга с помощью реструктуризации, однако растущие финансовые взаимосвязи делают этот путь все более раточительным как для стран, долг которых проходит реструктуризацию, так и для мирового сообщества, с которым эта страна связана.

## Вырастание из долга

Среди 43 стран, которые не являются экспортерами нефти и не прибегали к реструктуризации долга — особенно на Ближнем Востоке и в Центральной Азии (БВЦА; см. рис. 3), — наблюдалась тенденция в большей степени полагаться на снижение относительной величины долга за счет его автоматической динамики, чем за счет первичного профицита. Долг уменьшался в самой разной степени, но в большинстве стран был достигнут первичный профицит в диапазоне от 2 до 5 процентов от ВВП. Чтобы добиться такой коррекции первичного сальдо бюджета, страны со средними доходами обычно в равной мере опирались на меры в области поступлений и расходов, тогда как страны с развитой экономикой, как правило, больше использовали меры по сокращению расходов, вероятно, по той причине, что у них уже были достаточно высокие относительные показатели государственных поступлений до начала периода сокращения долга.

Однако на практике в периоды снижения своего долга большинство стран Ближнего востока и Центральной Азии имели отрицательное первичное сальдо бюджета (в среднем на уровне 2 процентов от ВВП). По этой причине названные государства для снижения относительной величины своего долга в большей степени, чем сравнимые страны в других регионах, опирались на благоприятную динамику долга (чем ни-

же и правее страна находится от 45-процентной линии на рис. 3, тем больше ее опора на автоматическую динамику долга относительно вклада в этот процесс со стороны первичного сальдо бюджета). И наоборот, страны с развитой экономикой, как правило, в несколько большей степени опирались на первичный профицит, чем на автоматическую динамику долга.

Тенденция опираться на автоматическую динамику долга, а не на положительное первичное сальдо бюджета была особенно заметна в тех случаях, когда долг был исходно на высоком уровне. Вероятно, это объясняется тем, что странам, неспособным предотвратить накопление крупного долга, также в меньшей степени удавалось консолидировать государственные финансы в периоды снижения долга и потому приходилось в большей степени полагаться на благоприятные макроэкономические условия. И наоборот, случаи снижения долга, обусловленные в большей степени первичным профицитом, чем автоматической динамикой долга, обычно оказывались более устойчивыми. Подобного рода эпизоды также были более характерны для стран с развитой экономикой, чем для стран со средним уровнем доходов.

Некоторые страны могут склоняться к тому, чтобы уменьшать размеры своего долга с помощью инфляции. В принципе, если стране удастся создать инфляцию таким образом, чтобы она не полностью отражалась в процентных ставках, она может добиться благоприятной динамики долга без слишком крупной коррекции налогово-бюджетной политики. Однако опора на значительную инфляцию может быстро привести к потере доверия. Более того, учитывая наличие у многих стран крупного валютного долга, попытки решить проблему долга с помощью инфляции могут сорваться вследствие вызываемого инфляцией снижения курса национальной валюты. И в самом деле, немногие страны характеризовались высокой инфляцией в периоды снижения долга (только в трех случаях средняя инфляция была выше 20 процентов). И хотя можно было бы ожидать, что страны с меньшим валютным долгом будут в большей степени склонны использовать в этих целях более высокую инфляцию, чем страны, где величина долга в иностранной валюте больше, нет никаких свидетельств систематически более высокой инфляции в странах с более низкой долей долга, выраженного в иностранной валюте.


Итак, в периоды существенного сокращения своего долга страны со средними доходами, помимо стран-экспортеров нефти, как правило, опирались на автоматическую динамику долга, формировавшуюся вследствие благоприятных макроэкономических условий, а не на первичные профициты бюджета. Однако для того чтобы запустить процесс сокращения долга, необходима была значительная коррекция первичного сальдо бюджета, и более устойчивые случаи сокращения долга, как правило, были связаны с более крупными первичными профицитами. Этот факт подчеркивает значимость бюджетной коррекции не только как непосредственного движущего фактора для динамики долга, но также как средства формирования благоприятных макроэкономических условий, ведущих к уменьшению отношения долга к ВВП. В странах с развитой экономикой автоматическая динамика долга играла меньшую роль — вероятно, вследствие, как правило, меньшей динамичности их экономики, — и им необходимо было в большей степени опираться на устойчивые бюджетные меры, чтобы добиться сокращения долга.

Учитывая возможность повышения процентных ставок в мире в целом и прогнозы относительно медленного подъема во многих странах, выходящих из глобального кризиса, для сокращения долга может потребоваться более значительная бюджетная коррекция, чем в прошлом. В случае Ливана для дальнейшего сокращения долга необходим надлежащий уровень первичного профицита с поддержкой за счет структурных реформ, нацеленных на поддержание инерции роста. ■

*Харальд Фингер — старший экономист, а Азим Садилов — экономист в Департаменте стран Ближнего Востока и Центральной Азии МВФ.*







# Сокращение огромных расходов, связанных с дешевой энергией

Нефтяной терминал на острове Харг, Исламская Республика Иран.

Доминик Гийом и Роман Зайтек

**П**О мере повышения цен на нефть в последние годы правительства стран-производителей нефти сталкиваются с нелегким выбором: пойти на увеличение внутренних субсидий, чтобы топливо оставалось доступным для их граждан, или уменьшить и даже ликвидировать субсидии и позволить рыночным силам сыграть свою роль? Некоторые страны-производители нефти, такие как Исламская Республика Иран, уже сделали шаги по пути к устранению внутренних субсидий.

Выбрав повышение внутренних цен на энергоносители до их международного уровня, директивные органы в странах-производителях нефти могли бы предотвратить расточительное потребление и заработать дополнительные доходы от прибыльного экспорта нефти и (природного) газа. Правительство могло бы затем перераспределить большую часть дополнительных доходов, полученных от повышения цены, через дивиденды от нефти, которые обеспечили бы поддержку роста цен общественностью.

При этом для успеха любой такой реформы она должна сопровождаться благоприятствующими ей мерами микро- и макроэкономической политики. Без таких мер резкое повышение цен вполне может вызвать уличные беспорядки (как это произошло во многих странах), привести к высокой инфляции и вызвать дальнейшие экономические потери и социальные тяготы.

## Цены на энергоносители и потребление

С 1940 по 1960 годы, а затем в 1980 и 1990 годы, при низких международных ценах на энергоносители задача бензина, дизельного топлива и природного газа внутренним пользователям казалась странам-экспортерам нефти простым способом распределения определенной части их нефтяного и газового богатства. К тому же, обильная дешевая энергия привлекала инвестиции и создавала столь необходимые рабочие места. И пока внутренние цены покрывали себестоимость энергии, не возникал вопрос субсидий.

За последнее десятилетие обстоятельства сильно изменились. Со стороны предложения низкие цены и избыточные мощности в 1980 и 1990 годах сдерживали инвестиции в разведку и добычу нефти и (природного) газа на низком уровне. Что касается спроса, низкие цены стимулировали его на мировом уровне. Высокие темпы экономического роста во многих многолюдных странах с формирующимся рынком, таких как Китай и Индия, в еще большей степени повысили спрос по мере роста средних слоев общества в мире с их энергоемкими чаяниями в сфере потребления.

При превышении ростом спроса дополнительного предложения цены на сырую нефть выросли с приблизительно 17 долларов за баррель в 1998 году до более 97 долларов в среднем в 2008 году. Высокие цены на нефть заставили правительства стран-экспортеров

**Отменить внутренние субсидии энергии не просто, но сделавшие это страны-экспортеры нефти увидят очевидную отдачу**

нефти осознать тот факт, что они теряют миллиарды долларов возможных доходов из-за заниженных цен нефтепродуктов на своих внутренних рынках. Директивным органам этих стран пришлось задуматься, нельзя ли поступить лучше, чем практически раздаривать товар, при продаже которого на международном рынке можно было бы разбогатеть. В мировом масштабе по мере роста цены на нефть в среднем с 29 долл. США за баррель в 2003 году до порядка 145 долл. США за баррель в июле 2008 года, общий объем субсидий нефти вырос с 54 млрд долл. США в 2003 году до годового пика на уровне 518 млрд долл. США в середине 2008 года, причем две трети этих субсидий предоставляли страны-экспортеры нефти (см. рис. 1). В то же время в последние несколько лет рост спроса на нефтепродукты в странах-экспортерах нефти выражался двузначными числами и намного опережал даже спрос в Индии и Китае. С другой стороны, в Соединенных Штатах, где цены отражают рыночные процессы, цены на бензин возросли почти в три раза за тот же период, в среднем с 1,64 долл. США за галлон в 2003 году до в среднем 3,21 долл. США за галлон в 2008 году, ограничив спрос (см. рис. 2).

### Во что обходится дешевая энергия

Идея, согласно которой дешевая энергия приносит ее пользователям только выгоды, становится все более сомнительной. В городах стран-производителей нефти бывает опасно ды-

шать воздухом. Поездки в очень плотном движении в Каире, Каракасе, Джакарте, Куала-Лумпуре, Лагосе или Тегеране дорого обходятся в виде затрат времени, стресса и снижения производительности труда и доходов.

Утверждения о том, что дешевая энергия способствует экономическому развитию, столь же сомнительны. Имеются однозначные данные, согласно которым энергоемкость (измеряемая как потребление энергии на единицу продукции) растет при субсидиях энергии (см. рис. 3). Дешевая энергия не поощряет энергосбережение, а в странах, которые производят в основном для своего внутреннего рынка, препятствует производству энергосберегающих товаров, таких как автомобили, которые можно было бы продавать на международных рынках. Эта неспособность конкурировать на международном уровне препятствует специализации и замедляет экономический рост и создание рабочих мест. В результате попытки диверсифицировать экономику завершаются неудачей, и страны-производители нефти в еще большей степени остаются во власти прерватностей международных энергетических рынков.

И наконец, низкие цены на энергоносители вряд ли можно поддерживать из соображений социальной справедливости. В конечном итоге они приносят пользу в основном крупнейшим потребителям энергии, которые, как правило, богаче всех и могут позволить себе большие автомобили и потребляющую слишком много энергии технику.

Директивные органы в странах-экспортерах нефти начинают понимать, что для ускорения темпов экономического роста в ненефтяном секторе и создания рабочих мест они должны проводить реформы, направленные на повышение экономической эффективности и конкурентоспособности. Эти реформы получили поддержку со стороны международного сообщества. Участники Питтсбургского саммита Группы 20-ти в 2009 году заявили, что они «рационализируют и постепенно отменяют в среднесрочной перспективе неэффективные субсидии на ископаемые виды топлива, которые стимулируют расточительное потребление» и поручили международным финансовым организациям «оказывать поддержку странам в этом процессе». Некоторые экспортеры нефти в настоящее время энергично рассматривают вопрос о ликвидации субсидий на энергию.

Отмена внутренних субсидий энергии рискованна, как показали волнения в некоторых странах, попытавшихся это сделать. Большинство людей ценят свой доступ к дешевой энер-

Рисунок 1

### Заправка горючим

По мере роста цен на бензин в последние годы субсидии энергоносителей резко повысились, особенно в странах-экспортерах нефти.



Источник: Международный Валютный Фонд.

Рисунок 2

### Рост цен, сокращение потребления

В Соединенных Штатах потребление бензина снизилось, тогда как в странах, субсидирующих энергоснабжение, это потребление продолжает быстро расти.



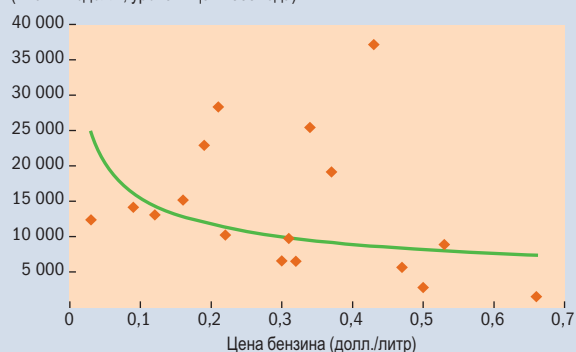
Источник: Администрация по энергетической информации (Министерство энергетики США).

Рисунок 3

### Использование энергии в странах, субсидирующих энергию

Дешевый бензин не поощряет рациональное использование энергии и производство энергосберегающей продукции.

(тыс. БТЕ/долл., уровень цен 2000 года)



Источники: Администрация по энергетической информации (Министерство энергетики США) и Всемирный банк «Показатели мирового развития». Примечание. БТЕ = британские тепловые единицы.



гии, даже если понимают, что это не лучший способ пользования их национальным богатством. Недоверие к правительству также может быть глубоко укоренившимся. Тем не менее, опыт стран Восточной Европы в 1990 годах показывает, что реформы цен на энергию могут увенчаться успехом, если принять во внимание в ходе их планирования и реализации ряд вопросов микро- и макроэкономики (Guillaume and Zytek, 2010).

### Обоснование и реализация реформы

Реформы должны получить признание широкой общественности. Нетрудно реализовать всем понятную простую программу денежных трансфертов для компенсации всем домохозяйствам повышения цен. Она фактически продолжает распределять национальное достояние в виде энергии среди всех граждан и в то же время рационализировать энергопользование. В качестве альтернативы правительство может попытаться разработать адресные денежные трансферты. Однако любая программа, предназначенная для некоторых групп получателей (неимущих) и исключающая при этом другие группы (средние слои общества) оттолкнет некоторые из важнейших сторон, заинтересованных в реформе.

Важным, хотя и менее очевидным, элементом реформы цен в энергетике является корректировка в корпоративном секторе. Значительное повышение цен на энергоносители в странах, в которых фирмы десятилетиями пользовались очень дешевой энергией, потребует массовой реструктуризации производственного сектора. Переход от высокой степени энергоёмкости к низкой может быть длительным и бурным, поскольку компании не могут просто отказаться от своей техники и продукции и заменить их современными энергосберегающими оборудованием и технологиями. При этом данные показывают, что странам, быстро прошедшим реструктуризацию корпораций и сделавшим это таким образом, что их действия внушали доверие и носили необратимый характер после либерализации цен на энергию, удалось добиться самых больших успехов в повышении экономической эффективности энергопользования. И наоборот, экономические показатели стран, в которых реструктуризации предприятий мешало нежелание и задержки, оказались ниже при медленных темпах роста и высокой инфляции.

Корпоративный сектор поверит в повышение цен на энергоносители только в том случае, когда поставщики энергии имеют право остановить поставки энергии пользователям, которые накапливают просроченные платежи. В то же время энергопользователи должны иметь возможность внести корректировки в ассортимент своей продукции и цены, чтобы оплачивать потребление энергии из своих доходов, а не запрашивать дополнительные банковские кредиты или субсидии от правительства. Несмотря на повышение производственных издержек и цен после ликвидации субсидий на энергию, в том числе многих основных товаров, директивным органам следует воздержаться от регулирования цен для ограничения переноса повышения цен энергоносителей. Регулирование цен только перенесет потери производителей энергии на коммерческих пользователей. Вместо этого такие меры поддержки, как налоговые льготы или адресная денежная поддержка реструктуризации корпораций, могут помочь обеспечить рентабельность, предоставляя стимулы для компаний к введению энергосберегающих технологий.

К тому же необходимо укрепить распределение кредита банками и контроль за ним, чтобы обеспечить свободу банков от давления, требующего от них оказания экстренной финансовой помощи неэффективным предприятиям в виде льготных кредитов. Банки должны работать с предприятиями на основе независимости сторон и поддерживать строго деловые отношения должника и кредитора, с тем чтобы свести к минимуму потенциально негативное влияние реформы на балансы банков.

### Макроэкономическая политика

Помимо микроэкономических соображений, реформа цен на энергоносители должна опираться на обоснованную и скоординированную макроэкономическую политику. Прозрачные и скоординированные меры налогово-бюджетной, денежно-кредитной и курсовой политики необходимы для ограничения, со временем, изменчивости цен и связанных с ней перекосов на рынках.

В частности, помимо перераспределения домашним хозяйствам и предприятиям доходов, возникающих в результате повышения цен, налогово-бюджетная политика правительства должна быть направлена на создание резервов для обеспечения временной финансовой поддержки социально значимых институтов, таких как школы и объекты здравоохранения, наиболее уязвимых групп, таких как люди, уволенные в результате закрытия крупных и неэффективных предприятий в секторах, в которых мало других вариантов трудоустройства. В отсутствие бюджетных резервов у директивных органов, вероятно, возникнет искушение в качестве автоматической реакции на политическое давление прибегнуть к квазифискальному финансированию через банковскую систему или административному регулированию, такому как квоты энергоснабжения или временное снижение цен для отдельных пользователей. И то, и другое внесет искажения в экономику и подорвет реформы.

Курсовая политика ставит еще одну задачу, особенно в свете того, что во многих странах-производителях нефти со значительными субсидиями действуют фиксированные или жестко регулируемые обменные курсы. Если обменный курс остается неизменным в номинальном выражении — особенно в странах, в которых цены на энергоносители до реформы составляли небольшую часть их международного уровня — пострадает их конкурентоспособность и возникнет политическое давление, требующее повышения тарифов, вызывающих искажения, и нетарифного протекционизма. При снижении обменного курса или введении плавающего курса без поддержки налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики может быть подорвано доверие к национальной валюте по мере возникновения инфляционного давления и распространения долларизации.

Жесткая денежно-кредитная политика ограничит воздействие вторичных эффектов повышения цен на общий уровень цен. Но проведение денежно-кредитной политики в ходе таких реформ — нелегкая задача, особенно в странах, где необходимая корректировка цен очень велика. Ведь такая реформа призвана изменить всю структуру экономики. ■

*Доминик Гийом — заместитель начальника отдела, а Роман Зайтек — старший экономист в Департаменте стран Ближнего Востока и Центральной Азии МВФ.*

#### Литература:

*Zytek, Roman, 2008, "Subsidies in the Islamic Republic of Iran," IMF Selected Issues Paper.*

*D. Guillaume and R. Zytek, 2010, "The Economics of Energy Price Reform in the Islamic Republic of Iran," IMF Selected Issues Paper.*

**МВФ** Книжный магазин  
Книжный магазин онлайн Международного Валютного Фонда

Посетите новый интернет-магазин МВФ на сайте [www.imfbookstore.org](http://www.imfbookstore.org).

# Стоимость субсидий на нефть продолжает расти

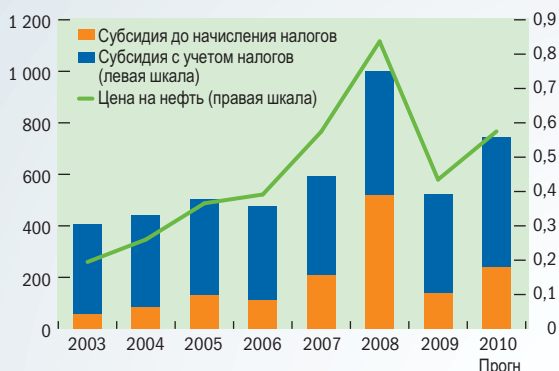
**Сокращение субсидий в мировом масштабе может принести значительную пользу в охране окружающей среды и обеспечить столь необходимые бюджетные возможности**

**СУБСИДИИ** на нефтепродукты возросли за последние годы. В 2003 году мировой объем субсидий потребителям нефтепродуктов составил почти 60 млрд долл. США. К середине 2008 года они увеличились более чем в восемь раз, до 520 млрд долл. США. В условиях быстрого роста международных цен на топливо в этот период, многие правительства предпочли не отражать полностью этот прирост во внутренних розничных ценах, что привело к увеличению объема субсидий. Хотя во второй половине 2008 года субсидии резко сократились в результате снижения цен на нефть, они вновь росли в течение всего 2009 года, поскольку цены на нефть отыграли падение, и к концу 2010 года, по прогнозу, субсидии достигнут почти 250 млрд долл. США.

Однако истинный размер субсидирования экономики еще больше. В принципе, цены на нефтепродукты должны включать налоги, как для удовлетворения потребности государства в доходах, так и для устранения ущерба для окружающей среды в национальном и мировом масштабе. Если налоги слишком низкие, это создает «налоговую субсидию» для потребителей. Исходя из контрольного уровня налога 0,30 долл. США, определенного с учетом этих соображений, прогнозируется, что к концу 2010 года мировой объем субсидий потребителям, исчисляемых с учетом налога, достигнет 740 млрд долл. США, что эквивалентно 1 проценту мирового валового внутреннего продукта (ВВП).

## Субсидии на нефтепродукты вновь возрастают в условиях роста международных цен на нефть.

(В млрд долларов) (В долл. за литр)



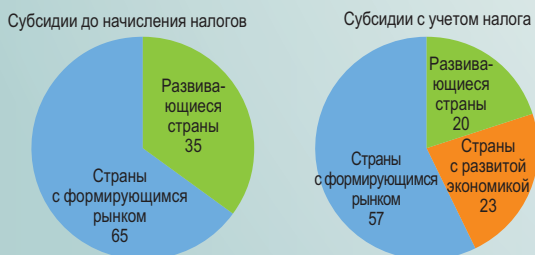
Источник: оценки персонала МВФ.  
Примечание. Оценки субсидий основаны на ценах на конец года и годовом потреблении топлива. Оценки за 2008 и 2009 годы составлены по ценам на середину года.

## Кто субсидирует?

Все субсидии до начисления налогов предоставляются в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах, но страны с развитой экономикой составляют значительную долю в объеме субсидий с учетом налога. Из прогнозируемого общего объема субсидий до начисления налогов, составляющего 250 млрд долл. США в 2010 году, на долю стран с формирующимся рынком приходится 65 процентов, а на долю развивающихся стран — остальные 35 процентов. В прогнозируемом на 2010 год общем объеме субсидий с учетом налога в размере 740 млрд долл. США субсидии стран с формирующимся рынком составляют 57 процентов, развивающихся стран 20 процентов, а остальные 23 процента приходятся на страны с развитой экономикой.

**На долю стран с формирующимся рынком и развивающихся стран приходятся все субсидии до начисления налогов, тогда как страны с развитой экономикой составляют 23 процента в объеме субсидий с учетом налога.**

(В процентах субсидий на нефтепродукты по группам стран, 2010 год)



Источник: оценки персонала МВФ.





# ВЫСОКА И

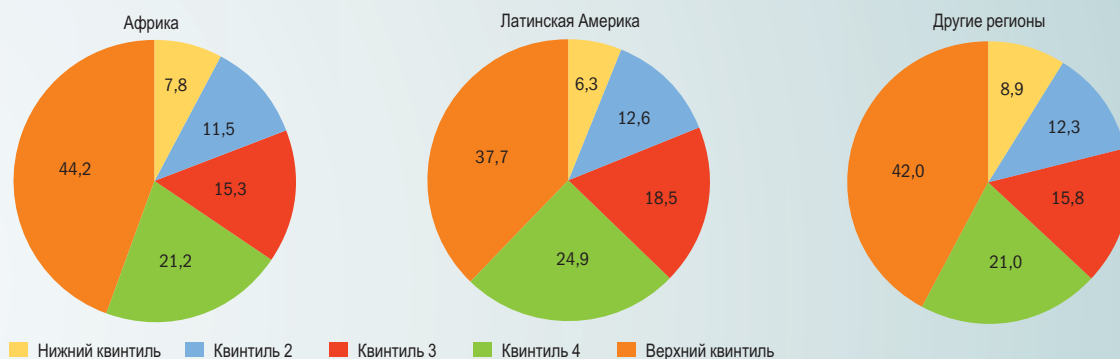
## Кто получает выгоду?

Хотя обычно считается, что субсидии помогают беднейшим слоям населения, в действительности основные выгоды достаются домашним хозяйствам с наиболее высокими доходами, которые используют больше нефтепродуктов. Например, в Африке 65 процентов всех субсидий на топливо получают наиболее состоятельные 40 процентов домашних хозяйств. Однако распределение субсидий также существенно различается в зависимости от вида топлива. Выгоды от субсидий на бензин носят наиболее регрессивный характер: более 80 процентов всех льгот получают самые состоятельные 40 процентов домашних хозяйств.



### Большая часть выгод от субсидий достается наиболее состоятельным домашним хозяйствам.

(Процентное распределение субсидий на нефтепродукты между группами по доходу)



Источник: оценки персонала МВФ на основе средних значений имеющихся оценок по странам с использованием обследований домашних хозяйств на уровне стран за различные годы.

## Внедрение более эффективных решений

Многие страны, предоставлявшие поддержку из бюджета для смягчения последствий мирового экономического кризиса, теперь испытывают растущий бюджетный дефицит. Сокращение наполовину субсидий с учетом налога снизило бы средний прогнозируемый бюджетный дефицит в странах, предоставляющих субсидии, на 1 процент ВВП. Кроме того, установление лимита субсидий могло бы принести значительную пользу для охраны окружающей среды: сокращение субсидий наполовину могло бы позволить снизить выбросы парниковых газов примерно на 10 процентов к 2050 году.

Вместе с тем, отмена субсидий, даже при низкой их адресности, может серьезно ухудшить положение бедных домашних хозяйств. Реальной альтернативой могли бы быть трансферты, адресованные наиболее нуждающимся. Например, страны могли бы отменить субсидии на бензин, сохранив при этом субсидии на керосин, который имеет большее значение для бюджетов бедных домашних хозяйств. Кроме того, часть бюджетных средств, сэкономленных в результате сокращения субсидий, можно было бы направить на существующие программы, в большей степени помогающие бедным, включая питание для школьников, плату за обучение и медицинские услуги и денежные трансферты. Совершенствование структуры программ социальной защиты с течением времени может уменьшить потребность в субсидировании топлива.

В информационных кампаниях для общественности необходимо подчеркивать, что субсидии на топливо неэффективны, противоречат социальной справедливости и требуют больших затрат. Прозрачное ведение государственных счетов может способствовать поддержке реформ, поскольку субсидии на топливо должны будут конкурировать с более приоритетными направлениями использования государственных средств. Хотя оптимальным вариантом является либерализованная рыночная система цен на нефть, страны могут ввести автоматический ценовой механизм (систему, регулярно корректирующую цены с учетом изменений международных цен), пока не будут сформированы конкурентная система предложения и действенный механизм регулирования. Продуманные ценовые механизмы способны предотвращать резкое повышение розничных цен в краткосрочной перспективе, наряду с учетом изменений международных цен в среднесрочной перспективе и регулированием волатильности в бюджетной сфере. ■

Подготовили Бенедикт Клементс, Дэйвид Коуди и Джон Пиотровски. Текст и графики подготовлены по материалам доклада "Petroleum Product Subsidies: Costly, Inequitable, and Rising", опубликованного МВФ в 2010 году. Этот доклад имеется в Интернете по адресу: [www.imf.org/external/pubs/ft/spn/20W/spnW05.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/20W/spnW05.pdf).

# Фонды национального благосостояния В НОВЫХ НОРМАЛЬНЫХ УСЛОВИЯХ

Нефтяной завод в Эль-Джубайле, Саудовская Аравия.

*Мохамед Эль-Эриан*

**В условиях, когда глобальный финансовый кризис отступает, государственные инвестиционные компании находятся в благоприятном положении, чтобы использовать новые возможности и преодолевать меняющиеся риски**

**Ф**ОНДЫ национального благосостояния, по сути инвестиционные фонды государства с длительным горизонтом планирования, относятся к инвесторам, которые лучше всего оснащены для деятельности на финансовых рынках после глобального кризиса. Однако они также сталкиваются с потенциальными трудностями в прокладывании курса в глобальной экономике, которая, прежде чем стабилизируется, скорее всего, в течение нескольких лет будет характеризоваться потрясениями.

То, как эти фонды будут преодолевать такие трудности, напрямую скажется на результативности инвестирования ими национального богатства на благо текущего и будущих поколений. Это также повлияет на их вклад в стабилизацию подвижной мировой экономики, которая будет испытывать многолетние значительные изменения, воздействующие на системные движущие силы роста, занятости, богатства и благосостояния.

В настоящей статье рассматриваются три важнейших темы: ситуация фондов национального благосостояния накануне глобального финансового кризиса, их сегодняшняя ситуация и значение для будущего.

## **Когда разразился кризис**

Ситуация фондов национального благосостояния как группы перед самой тяжелой фазой недавнего глобального финансового кризиса и последовавшими мировыми экономическими и социально-политическими потрясениями определялась следующими тремя основными факторами.

- В соответствии со своими характеристиками «терпеливого капитала» и долгосрочной ориентацией фонды национального благосостояния постепенно осваивали более смелый метод инвестирования, предусматривавший принятие значительно больших позиций, подверженных риску ликвидности и фондовому риску.

- Фонды проявляли большую осведомленность о чувствительности в некоторых промышленно развитых странах к иностранной собственности на отечественные физические активы. Проявлением этой осведомленности было совместное соглашение о добровольном своде принципов (известных также как «Принципы Сантьяго»), где подчеркиваются прозрачные и прочные структуры управления, надлежащие требования в отношении регулирования и раскрытия информа-



ции, а также методы инвестирования и управления рисками, основанные на коммерческих началах.

- Они действовали в весьма благоприятной внутренней среде, которой способствовал бурный рост внутренней экономики, продолжающееся накопление крупных международных резервов и легкий доступ к кредиту.

Считалось, что каждый из этих факторов соответствовал обеспечению со временем более высокой прибыли с учетом риска. Они также отражали широко распространенную тогда точку зрения (как в частном, так и в государственном секторе) о циклической и долгосрочной «великой умеренности» в экономической и политической сфере. Если быть немногословным, то этот период характеризовался условиями как в сказке про Златовласку (не слишком жарко, не слишком холодно).

Нарушение потока глобальной ликвидности и финансирование, последовавшее за крахом Уолл-стритовской инвестиционной фирмы Lehman Brothers в сентябре 2008 года, застало фонды национального благосостояния в целом врасплох, как практически любой другой сектор финансовой сферы и сферы экономической политики. Практически в одночасье, когда все большее число рынков охватывал паралич, инвесторы во всем мире столкнулись с резким изменением цен на все факторы риска — особенно процентов по ликвидным средствам. В результате рынки по всему миру испытали в разной, но существенной степени «внезапную остановку».

В условиях, когда глобальный сектор финансовых услуг был в эпицентре бури, прямые авуары фондов национального благосостояния в финансовых компаниях подверглись особенно мощному давлению, особенно после того как некоторые фонды ранее предприняли вливание капитала в крупные западные банки. В то же время, некоторые фонды национального благосостояния, вместо того чтобы продолжать получать крупные потоки новых средств, столкнулись с требованиями о поддержке других национальных (и в некоторых случаях — региональных) структур, испытывавших внезапные и острые потребности в денежных средствах.

### **Исчезновение прибыли от инвестиций**

В результате за шестимесячный период, закончившийся в марте 2009 года, произошло радикальное изменение в ситуации фондов национального благосостояния: прибыль от инвестиций стала резко отрицательной; для управления рисками еще большую остроту и приоритетность приобрел вопрос об управлении наличностью, залоговым обеспечением и рисками контрагентов; появились некоторые изолированные сложности с ликвидностью; основные стратегические решения были отложены до возникновения большей ясности относительно глобальной финансовой системы и направления ее динамики.

В более общем плане парализация глобальных рынков в целом привела к паузе в долгосрочной эволюции управления активами и обязательствами в странах с формирующимся рынком — в рамках этого процесса ряд системно значимых стран и регионов последовательно продвигался от запоздалого признания улучшения их ситуации к выкупу долговых обязательств, а затем к более продвинутым методам управления активами. До тех пор пока страны с формирующимся рынком не получили более четкого представления о том, какими могут быть изменения в мировой экономике, некоторые из них сочли лучше всего подождать с дальнейшими этапами собственного развития, которые часто предусматривали серьезные сдвиги в методах управления их экономикой (в том числе выраженный переход от прямого контроля к более широкому использованию косвенных инструментов).

Произошло также существенное изменение в восприятии фондов национального благосостояния во многих промышленно развитых странах. Особенно примечательно то, что страны, которые раньше предостерегали фонды от прямого участия в отечественных компаниях, стали активно до-

бавляться инвестициями фондов национального благосостояния для противодействия весьма разрушительному воздействию снижению доли заемных средств частным сектором (сокращению активов) в своих странах. Роли изменились. Власти стали привлекать фонды национального благосостояния для содействия рекапитализации компаний, переживающих трудности, — либо за счет вливания новых денежных средств, либо путем обмена более привилегированных требований к этим компаниям на инструменты на более низком уровне в структуре капитала компаний.

### **Фонды национального благосостояния сегодня**

С какими основными проблемами сталкиваются фонды национального благосостояния в условиях, когда глобальный финансовый кризис отступает? Для ответа на этот вопрос необходимо внимательно посмотреть на ситуацию в мировой экономике и определить вероятное направление изменений.

Благодаря крупномасштабному вливанию капитала и ликвидности государственным сектором, предпринятому в рамках отчаянных антикризисных действий в основном в странах с развитой экономикой, ситуация в глобальной финансовой системе стала нормализоваться в 2009 году. Важнейшие финансовые рынки — особенно рынки краткосрочного финансирования и управления ликвидности — стали вновь бесперебойно работать; компании могли получить доступ к новым средствам благодаря выпуску облигаций; вернулось доверие к определенному, хотя и сокращенному диапазону контрагентских отношений.

Ядро глобальной финансовой системы преодолело масштабный паралич, возникший после 15 сентября 2008 года, — дня, когда наступил крах фирмы Lehman Brothers. Это хорошая новость, и этот успех явился результатом решительных и нешаблонных мер политики.

## **Некоторые фонды национального благосостояния уже проделали большой путь к разработке и воплощению перспективных стратегий распределения активов на глобальной основе.**

Однако ввиду тяжести глобального финансового кризиса 2008–2009 годов решительные антикризисные меры не смогли полностью нейтрализовать ущерб другим компонентам мировой экономики. Пострадали экономический рост и международная торговля, увеличилась безработица, отдельные страны испытали особенно сильный удар, что резко отличалось от прошлых кризисов.

Решительные антикризисные меры также неизбежно повлекли за собой риски и нежелательные последствия. Некоммерческие соображения стали сказываться на работе и стоимостных оценках важных рынков, в том числе сегмента обеспеченных ипотекой обязательств в США. Балансы центральных банков быстро увеличились за счет активов, приобретенных у частного сектора. Государственный долг стремительно возрос, поскольку правительства безудержно тратили огромные средства для поддержки экономики в условиях снижения налоговых доходов. Эти элементы непреднамеренных последствий сами по себе стали важными факторами, влияющими на рынки и экономику стран. Только посмотрите, что случилось в Европе, где долговой кризис превратился в региональные потрясения, потребовавшие крупномасштабных антикризисных мер со стороны Европейского союза

и Европейского центрального банка при значительном содействии Международного Валютного Фонда.

Глобальный финансовый кризис сменила следующая фаза многолетнего процесса серийных потрясений балансов. Опасения относительно частного сектора сменились большей обеспокоенностью балансами государственного сектора в промышленно развитых странах, причем вполне обоснованной. Речь идет о суверенных рисках. Система регулирования меняется. Целостность важнейших институтов находится под угрозой. Высокий уровень структурной безработицы создает экономические, политические и социальные проблемы.

### Новые нормальные условия

Крупномасштабное увеличение государственной задолженности, в абсолютном выражении и как доля ВВП, является важным компонентом того, что мы в PIMCO именуем «новыми нормальными условиями». Хотя слишком рано предсказывать, каким будет каждый элемент новых нормальных условий, некоторые из них уже заметны.

Важные изменения в предстоящие три-пять лет, скорее всего, будут включать:

- снижение трендовых темпов экономического роста в странах, которые сделали большую ставку на финансовый сектор;
- устойчиво высокую безработицу в промышленно развитых странах, за которой последует постепенное возвращение к более высокому естественному уровню безработицы в условиях более хрупких систем социальной защиты;
- резкое смещение акцентов с беспрепятственной рыночной деятельностью на большее вмешательство государства;
- выраженные растущие различия между основными странами и странами на периферии, особенно в зоне евро;
- разумное снижение рисков как в видах деятельности, так и балансах банков по инициативе органов регулирования.

В целом глобальный финансовый кризис 2008–2009 года ознаменовал собой драматичное окончание великой эпохи права на заемные средства, кредит и долг, когда люди считали себя вправе делать большие покупки на основе ожидаемых доходов в отдаленном будущем и надежд на значительное повышение цен. Экономика, где ведущую роль играет финансовая система, уже не считается более высокой и более стабильной фазой развития. В условиях, когда несколько системно значимых стран с формирующимся рынком преодолевают отставание в развитии, мир должен найти способы создать возможности для долгосрочной переориентации экономики.

Эти новые нормальные условия дополнительно размоют традиционные различия между промышленно развитыми странами и странами с формирующимся рынком. Скорее всего, это также будет связано с постепенным изменением в аналитической характеристике США — от страны, которая действует в основном как крупная и закрытая экономика, к стране с более открытой экономикой, которая больше подвержена воздействию изменений в остальном мире.

Глобальный финансовый кризис также подорвал статус англо-саксонской экономической модели, в которой выделялись либерализация, дерегулирование, взаимосвязанность и неограниченные рынки, и доверие к ней. Эта модель действовала в качестве мощного магнита для глобального сближения. Ввиду отсутствия другого мощного магнита для сближения большее давление в новых нормальных условиях может приостановить или даже повернуть вспять некоторые аспекты глобализации.

### Последствия для государственных инвесторов

Эти факторы в совокупности представляют собой важное изменение в рабочей среде для глобальных инвесторов, в том числе для фондов национального благосостояния. Они требуют некоторого пересмотра инвестиционных стратегий и управления риском, а также деловых и других оперативных

стратегий. Им потребуется трудная адаптация для создания оптимального сочетания людских, технологических и аналитических ресурсов, а также лучшего обмена информацией с экономическими и политическими заинтересованными группами (в том числе с политическими спонсорами и обществом в целом).

Фонды национального благосостояния обладают преимуществом в преодолении ухабистой дороги к новым нормальным условиям: их стабильный и терпеливый капитал и долгосрочная ориентация в инвестиционных целях открывают для них отличные возможности для того, чтобы сделать первый шаг. Более того, вопрос заключается не в том, может ли этот пул терпеливого капитала проводить новаторскую стратегию. Да, может, но захочет ли он это сделать? Требования к операционным процессам проверят гибкость реагирования структур управления фондов национального благосостояния, прочность их инвестиционных процессов и результативность их внутреннего и внешнего обмена информацией.

Структуры управления должны будут реагировать на сочетании циклических и долгосрочных изменений и переходить со временем от «обороны» к «наступлению».

На самом фундаментальном уровне организациям потребуются четкие общие указания от своих органов управления, с тем чтобы менеджеры фондов национального благосостояния могли распределять свои активы на перспективной и долгосрочной основе, базирующейся на надежных методах управления денежными средствами, ликвидностью, рисками контрагентов и залоговым обеспечением.

Более того, целостные системы управления рисками должны дополнять традиционную диверсификацию по классам активов целенаправленным и экономичным управлением рисками больших отклонений — событий, которые являются редкими, но влекут за собой катастрофические последствия.

Органам управления фондов национального благосостояния придется полагаться на менеджеров и сотрудников, вооруженных перспективными аналитическими средствами и технологией. Они также должны играть более важную роль в защите фондов от требований о поддержке некоммерческих видов деятельности — внутреннего, регионального и международного характера.

Гибкие структуры, регулирующие важнейшие области управления инвестициями, не могут быть созданы за один день. Они требуют значительной и последовательной работы над процессами, которые могут привести к созданию необходимых систем, и, в результате, обеспечить инвестиционные решения, характеризующиеся достаточно высокой степенью убежденности и обоснованности.

Умелое лавирование в ходе бурного путешествия к новым нормальным условиям требует, прежде всего, прочной защиты в форме осмотрительного управления денежными средствами, ликвидностью, рисками контрагентов и залоговым обеспечением. Как только эта цель будет достигнута, инвесторы могут с большей уверенностью использовать возможности, которые хорошо сочетаются с большей способностью фонда национального благосостояния принимать на себя риски ликвидности. Например, когда стоимостные оценки уже нарушены, повышение цен может быть совместимым с реальностью новых нормальных условий. Существуют заметные краткосрочные каталитические факторы, которые сопровождают повышение цен и уменьшают разрыв стоимостных оценок, обусловленных техническими и фундаментальными факторами.

Как это замечательно отразил Дональд Салл (Sull, 2009) из Лондонской школы бизнеса в своей подробной работе, готовность к новым нормальным условиям также требует *институциональной приспособляемости и маневренности*.

На бумаге фонды национального благосостояния превосходят многих других инвесторов по своей приспособляе-



мости и маневренности. Например, не имея предпочтений в отношении внутреннего рынка, которые заставляют многих инвесторов заниматься в основном внутренними ценными бумагами, некоторые фонды уже проделали большой путь к разработке и воплощению перспективных стратегий распределения активов на глобальной основе.

Эти соображения не должны никогда упускать из виду, что фонды национального благосостояния действуют в сложной социально-политической среде внутри своих стран и за рубежом. Поэтому они должны пользоваться доверием своих политических спонсоров и общества в целом. Более того, это критически важно для подразумеваемого договора о создании структуры по управлению инвестициями в государственном секторе.

Обмен информацией все чаще признается как необходимое условие общественной поддержки как в хорошие времена, так и в плохие. Мировой финансовый кризис подчеркнул важность создания надлежащей среды для политиков и других наблюдателей в том, чтобы оценивать, что происходит в портфелях фондов национального благосостояния. Это требует более высокой степени раскрытия информации, чем традиционно, и несколько таких фондов уже расширили свою деятельность в этом плане.

Надлежащий обмен информацией и законодательные барьеры должны свести к минимуму риск того, что группы с особыми интересами неправомерно захватят контроль над фондами национального благосостояния. Важнейшее условие заключается в более четком распространении своевременной информации о целях, общей стратегии и среднесрочных параметрах оценки таких фондов.

### Необходимое переоснащение

После глобального финансового кризиса мир находится в разгаре серьезных циклических нарушений и крупных дол-

госрочных сдвигов. Ухабистый путь к новым нормальным условиям означает, что практически каждый сегмент мировой экономики должен пройти переоснащение.

Хотя фонды национального благосостояния не смогли полностью обойти глобальный финансовый кризис, они успешно оправались и как группа вполне готовы двигаться вперед по пути к новым условиям и свершениям. Действительно, терпеливый характер их крупных пулов капитала и долгосрочный характер их объективных функций являются лучшим набором инвестиционных характеристик практически для всех глобальных инвесторов.

Реализация их преимущества далеко не является гарантированной или автоматической. Успех требует постоянного совершенствования гибкого реагирования фондов национального благосостояния на проблемы в сфере управления, инвестиционных процессов и обмена информацией.

Такие улучшения обеспечить непросто. Они могут потребовать, чтобы эти фонды вышли за привычные удобные рамки деятельности, и это может быть сопряжено с риском. Однако, ввиду масштабов продолжающихся и будущих изменений в мировой экономике, другой вариант — возврат к прежним методам работы, опирающимся на прошлое, — был бы еще более рискованным. ■

*Мохамед Эль-Эриан является сопредседателем и соруководителем инвестиционной деятельности PIMCO, глобальной компании по управлению инвестициями. В настоящей статье выражаются мнения автора, которые необязательно совпадают с взглядами PIMCO.*

### Литература:

Sull, Donald, 2009, The Upside of Turbulence: Seizing Opportunity in an Uncertain World (London: Harper/Collins Press).

## КНИЖНЫЙ МАГАЗИН МВФ



### Англо-французско-русский глоссарий МВФ, 2-е издание

Подготовлен Службой переводов МВФ

Глоссарии МВФ содержат наиболее полезные термины для перевода материалов МВФ. Основную часть каждого глоссария составляют термины, фразеологические сочетания и названия организационных структур в таких областях, как макроэкономика, денежно-банковская сфера, государственные финансы, налогообложение, платежный баланс, статистика, бухгалтерский учет и экономическое развитие. В глоссариях МВФ содержится терминология, связанная с организационной структурой и деятельностью МВФ, а также термины из «Статей

соглашения», «Регламента, правил и положений» и других основных документов МВФ.

35 долларов США. Издание в бумажной обложке.

ISBN 1–58906–353–8. Stock# GLORA2005001

Глоссарий можно заказать через Интернет по адресу [www.imfbookstore.org/glossaries](http://www.imfbookstore.org/glossaries)



## Спрос и предложение

Когда сходятся покупатели и продавцы, важнейшим результатом является цена

Ирена Асмундсон

**Т**РИ коротких слова. Нередко этого достаточно, чтобы сердце учащенно забилось. «Свобода, равенство, братство» выразили дух Французской революции. Словами «Я тебя люблю» скреплены многие успешные личные отношения. «Жизнь, свобода, счастье» — основные понятия Декларации независимости США. Для многих экономистов этими тремя волшебными словами являются «предложение, спрос, цена».

В любой рыночной сделке между продавцом и покупателем цена товара или услуги определяется спросом и предложением на рынке. Спрос и предложение, в свою очередь, определяются технологией и условиями деятельности людей. Один крайний вариант — это когда рынок состоит из множества практически идентичных продавцов и покупателей (например, рынок шариковых авторучек). В другом крайнем случае могут присутствовать только один продавец и один покупатель (например, если я хочу обменять свой стол на Ваше лоскутное одеяло).

### Совершенная конкуренция

Экономисты разрабатывают модели для объяснения различных видов рынка. Самой фундаментальной моделью является *совершенная конкуренция*, при которой имеется большое число идентичных поставщиков и потенциальных потребителей одного и того же продукта, покупатели и продавцы могут находить друг друга без каких-либо затрат, и отсутствуют препятствия для выхода на рынок новых поставщиков. При совершенной конкуренции никто не в состоянии влиять на цены. Обе стороны принимают рыночную цену как данность, и равновесной ценой является такая цена, при которой отсутствуют как избыточный спрос, так и избыточное предложение. Поставщики продолжают производить продукцию, пока они имеют возможность продать данный товар по цене, превышающей издержки производства одной дополнительной единицы (предельные издержки производства). Покупатели продолжают покупать, пока получаемое ими удовлетворение от потребления превышает уплачиваемую ими цену (предельная полезность потребления). Если цена повышается, это привлекает на рынок дополнительных поставщиков. Предложение будет повышаться, пока не будет снова достигнута равновесная цена. Если цена снижается, поставщики, которые не смогут покрывать свои затраты, уйдут с рынка.

Экономисты обычно сводят показатели количества, которое поставщики готовы производить по каждой цене, в уравнение, называемое *кривой предложения*. Чем выше цена, тем больше вероятный объем производства поставщиков. И наоборот, покупатели обычно покупают тем большее количество продукта, чем ниже его цена. Уравнение, описывающее ко-

личество, которое потребители готовы покупать по каждой цене, называется *кривой спроса*.

Кривые спроса и предложения можно нанести на график, указав цены на вертикальной оси и количество на горизонтальной оси. Обычно считается, что кривая предложения имеет восходящий наклон: по мере повышения цены поставщики готовы увеличивать производство. Кривая спроса обычно считается нисходящей: с повышением цен потребители покупают меньше. Точка пересечения этих двух кривых представляет равновесную цену, при которой уровни спроса и предложения совпадают (см. график).

Цена может меняться в силу многих причин (изменение технологий, предпочтений потребителей, погодных условий). Связь между спросом на товар (или услугу) и его предложением с одной стороны и изменениями цены с другой называется *эластичностью*. Неэластичные товары относительно нечувствительны к изменениям цен, тогда как эластичные товары очень чутко реагируют на динамику цен. Классическим примером неэластичного товара (по крайней мере, в краткосрочной перспективе) являются энергоносители. Потребители нуждаются в энергоносителях для поездок на работу и с работы и отопления жилья. В краткосрочной перспективе им может быть трудно или невозможно купить более энергоэффективные автомобили или дома. С другой стороны, спрос на





многие товары очень чувствительны к цене. Возьмем пример говяжьей вырезки. Если ее цена повышается, потребители могут быстро перейти на более дешевую часть говядины или другой вид мяса. Вырезка относится к эластичным товарам.

Разумеется, большинство рынков несовершенны; они не состоят из неограниченного количества покупателей и продавцов практически идентичных товаров или услуг, обладающих всей полнотой знаний. Противоположность совершенной конкуренции представляет *монополия*. В условиях монополии имеется один поставщик товара, не имеющего полноценного заменителя. Поставщик не принимает существующую на рынке цену как заданную. Вместо этого цена может устанавливаться монополистом. (Обратную сторону монополии составляет монополия, когда имеется единственный покупатель, обычно государство, но может быть много поставщиков.)

### Препятствия для конкуренции

В случаях монополии обычно имеется естественное или юридическое препятствие для потенциальных конкурентов. Например, компании коммунального сектора часто являются монополиями. Было бы неэффективно, если бы две компании управляли водоразделом, договаривались о правах водопользования и прокладывали водопровод в дома. Однако у потребителей нет иного выбора, чем покупать у монополиста, и некоторые не могут себе позволить оплачивать данные товары или услуги. Как следствие, государство обычно регулирует такие монополии, чтобы они не могли использовать свое влияние на рынке для установления чрезмерно высоких цен. Для предоставления компании права работать на рынке в качестве единственного поставщика от нее могут потребовать оказывать минимальный объем услуг всем потребителям, или может быть установлен верхний предел допустимой цены. Эти предельные уровни обычно позволяют компаниям покрывать свои постоянные издержки.

Монополисты должны учитывать спрос, который, как и при совершенной конкуренции, колеблется в зависимости от цены. Разница состоит в том, что в условиях совершенной конкуренции производитель удовлетворяет лишь часть совокупного спроса, тогда как на монополиста работает кривая спроса всего рынка. В результате не подлежащий регулированию монополист может решить производить такое количество товара, которое обеспечит ему максимальную прибыль, почти всегда по более высокой цене и в меньшем количестве, чем на рынке с совершенной конкуренцией.

При совершенной конкуренции фирма с меньшими издержками может снизить свою цену и привлечь достаточное число дополнительных покупателей, чтобы возместить потерю дохода от существующих продаж. Предположим, что фирма, продавая 1000 единиц, получает прибыль по 5 центов с единицы, то есть 50 долларов, на рынке общей емкостью 100 000 единиц. Если она снизит цену на один цент и увеличит свои продажи на 1000 единиц, ее прибыль с возросшего объема продаж (2000 единиц) составит 80 долларов.

### Всего лишь один продавец

Однако монополист контролирует все продажи — в данном случае он продает 100 000 единиц по десять центов за штуку, получая прибыль 5000 долларов. Снижение цены может привести к приросту общего объема продаж, но этого, скорее всего, будет недостаточно, чтобы возместить потери дохода от существующих продаж. Скажем, он снизит цену (и прибыль от одной продажи) на один цент, что повысит спрос на 1000 единиц. Это принесет ему дополнительный доход 40 долларов. Но при этом монополист будет терять цент прибыли с каждой из 100 000 единиц, которые он до этого продавал, или в сумме 1000 долларов.

Ключевым следствием монополии являются более высокие цены и прибыль, чем при совершенной конкуренции, и не-

редко более низкий уровень предложения. Существуют также другие виды рынков, на которых покупатели и продавцы обладают большим влиянием на рынок, чем при совершенной конкуренции, но меньшим, чем при монополии. В этих случаях цены выше, а уровень производства ниже, чем в случае совершенной конкуренции.

Спрос и предложение могут также зависеть от самого продукта. При совершенной конкуренции все производители выпускают, а покупатели стремятся приобрести один и тот же продукт (или его близкие аналоги). При монополии покупателям трудно найти заменители данного продукта. Однако разнообразие продукции позволяет заменять одни виды другими. Например, функционирование рынка помидоров не сводится лишь к организации сделок между покупателями и продавцами неких идеальных помидоров. Потребители могут отдавать предпочтение различным сортам, и производители могут откликаться на эти запросы. Новые участники рынка могут напрямую конкурировать с существующим производителем, используя ту же технологию производства, но могут предлагать и новые сорта (вишневидные, бифстедки, негибридные) на различный вкус. В результате производители обладают ограниченным влиянием для формирования

## Ключевым следствием монополии являются более высокие цены и прибыль, чем при совершенной конкуренции, и нередко более низкий уровень предложения.

цен, когда на рынке присутствует конкуренция, но продукты дифференцированы. Тем не менее, разные виды продукции могут заменять друг друга, даже если они не вполне идентичны, поэтому цены не могут быть столь же высокими, как при монополии.

### Временная монополия

Осложнения возникают, когда основные характеристики, отличающие один продукт от другого, трудно первоначально создать, но можно дешево имитировать — примерами могут служить книги, лекарства, программное обеспечение. Написать книгу может быть трудно, но печатание копии не связано с большими предельными издержками. Потребители могут покупать много разных книг, но если одна книга станет популярной, у конкурентов будет стимул продавать собственные копии этой книги по более низкой цене, чем у издателя. Чтобы автор и издатель могли покрыть свои постоянные издержки, государство нередко предоставляет им временную монополию на эту книгу (называемую авторским правом). В этом случае цена превышает предельные издержки производства, но авторское право стимулирует авторов писать новые книги, а издателей выпускать и рекламировать их, что обеспечивает будущее предложение.

Рассматриваемые здесь структуры рынка представляют некоторые возможные различия в спросе и предложении в зависимости от контекста. Технологии производства, предпочтения потребителей и трудности сведения между собой продавцов и покупателей — вот некоторые из факторов, влияющих на рынки, и все они играют свою роль в определении равновесной цены. ■

*Ирена Асмундсон — экономист Департамента по вопросам стратегии, политики и анализа МВФ.*

# В поисках стабильности

После десятилетнего бума Восточная Европа переживает серьезный спад и теперь должна решить, как возобновить экономический рост на более устойчивой основе

Старый город Варшавы, Польша.

Бас Б. Баккер и Анн-Мари Гюльд

**Т**ЕМПЫ экономического роста в Восточной Европе были очень высокими в течение полутора десятилетий, предшествовавших глобальному экономическому и финансовому кризису (см. рисунок). По мере завершения перехода региона от централизованного планирования к успешной рыночной экономике в большинстве стран резко сократилось отставание от уровня доходов в Западной Европе. Переход шел не без трудностей, но с большинством из них удавалось справиться.

Удавалось до сих пор. В 2009 году высокие темпы экономического роста региона резко снизились, и в большинстве стран началась глубокая рецессия. Валовой внутренний продукт региона сократился на 6 процентов — по сравнению с его приростом почти на 7 процентов в 2007 году, предшествовавшему кризису. Но не все страны пострадали в одинаковой степени. В двух странах, Албании и Польше, спад не наблюдался, в то время как ВВП Латвии снизился на 18 процентов, а в Литве и Украине было зарегистрировано 15-процентное снижение.

В настоящее время спад, по-видимому, заканчивается. Динамично растет экспорт, и наблюдаются признаки стабилизации внутреннего спроса. В большинстве стран в этом году ожидается рост ВВП со знаком плюс. Теперь директивные органы должны ответить на два важных вопроса: чем был

вызван цикл бума и спада, и каким образом регион может возобновить более устойчивый рост?

## Был ли бум всегда обречен?

Экономическая теория предсказывает, что поток капитала должен направляться из богатых стран в бедные. Это и произошло в Восточной Европе. Низкая заработная плата, низкие коэффициенты капиталовооруженности и образованное население Восточной Европы сделали ее привлекательной для внешних инвесторов. Низкие процентные ставки в Западной Европе усилили это притяжение. Начиная с 2003 года западноевропейские банки начали активно вкладывать средства на растущих рынках Восточной Европы, а в ходе последовавшей конкуренции смягчились условия кредитования, и рост стал несбалансированным. Приток капитала направлялся в основном в сектора недвижимости, строительства, и в банковский сектор, не производящие внешнеторговые товары, стимулируя внутренний спрос, а не предложение. Это привело к скачкообразному росту импорта, беспрецедентным дефицитам счета текущих операций и перегреву экономики.

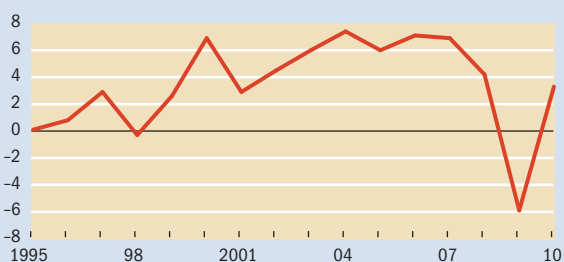
Кроме того, значительная часть кредитов выдавалась в иностранной валюте, создавая большой риск для балансов активов и обязательств заемщиков, получавших доходы в национальной валюте и имевших долги в других валютах. В большинстве случаев филиалы иностранных банков, финансировавшиеся материнскими банками, были основным источником быстрого роста кредита.

К 2008 году в ряде стран сложились очень большие дефициты по счету текущих операций (в Болгарии и Латвии достигавшие приблизительно 25 процентов ВВП) и большая внешняя задолженность, быстро росла заработная плата и инфляция. Возник также бум цен на активы, особенно в жилищной сфере. Несбалансированный рост не был проблемой во всех странах. В таких странах, как Чешская Республика и Словацкая Республика, которые начали переход раньше, были богаче и имели гибкие обменные курсы, рост кредита был более умеренным, немногие кредиты выдавались в иностранной валюте, перегрев экономики был незначительным и рост заработной платы сдерживался. В Польше возникло меньше дисбалансов, потому что кредитный бум в этой стране начался позднее. Осенью 2008 года приток капитала внезапно прекратился. В условиях глобальных финансовых потрясений, которые последовали за распадом инвестиционного банка Lehman Brothers, глобальная несклонность к риску резко усилилась, цены на акции стремительно упали и межбанковские рынки иссякли. Банки в странах с развитой экономикой подверглись сильному давлению ликвидности и практически пре-

## В трудном положении

После десятилетия динамичного экономического роста в странах Европы с формирующимся рынком началась в 2008 году сильная рецессия, но, по всей видимости, положение улучшается.

(Валовой внутренний продукт, годовое процентное изменение)



Источник: МВФ, база данных «Перспектив развития мировой экономики».

Примечание. К странам Европы с формирующимся рынком относятся Албания, Беларусь, Босния и Герцеговина, Болгария, Хорватия, Болгария, Венгрия, Латвия, Литва, Польша, Румыния, Чешская Республика, Эстония, Македония (БЮР), Молдова, Черногория, Польша, Румыния, Российская Федерация, Сербия, Словацкая Республика, Словения, Турция и Украина.



кратили новое кредитование или даже избавились от активов. Материнские банки продолжали пролонгировать непогашенные кредитные линии своих дочерних компаний, но не предоставляли дополнительных средств, ограничивая новый кредит возможностями финансирования за счет увеличения местных депозитов. Другие притоки капитала в регионе также сократились, правда, не столь резко. Сокращение притока капитала привело к резкому падению внутреннего спроса. Во многих случаях новые кредиты практически прекратились. Внутренний спрос снизился в наибольшей степени в странах, в которых ранее наиболее увеличился внутренний спрос, возникли самые значительные дефициты счета текущих операций и возросло отношение кредита к ВВП. В странах, не имевших существенных дисбалансов, внутренний спрос снизился в меньшей степени.

Спад усугубило сокращение экспорта. У основных торговых партнеров стран Европы с формирующимся рынком также наступил спад. При снижении внутреннего спроса и экспорта сокращение ВВП во многих странах значительно превысило аналогичный показатель во время предыдущих кризисов.

### Стабилизация

И все же полный финансово-экономический обвал, которого опасались некоторые, был предотвращен. Не было банковской паники и, в отличие от многих стран с развитой экономикой, правительствам не пришлось вмешаться, чтобы спасти целые банковские системы. Не было и обвала какого-либо режима с фиксированным обменным курсом, часто имевшего место во время предыдущих кризисов в странах с формирующимся рынком.

Многое объяснялось решительными мерами внутренней экономической политики, но и международная поддержка сыграла важную стабилизирующую роль. В нескольких странах вмешался МВФ, в странах-членах Европейского союза (ЕС) совместно с ЕС. Другие международные финансовые организации (такие как Всемирный банк и Европейский банк реконструкции и развития) входили в программу, а в некоторых случаях в ней фигурировали и обязательства других европейских стран по финансированию. Частный сектор также внес свой вклад. Соглашения с западноевропейскими банками обеспечили непрерывность кредитования странам Восточной Европы.

### Дальнейшие шаги

В Восточной Европе, по всей видимости, начинается подъем. Энергично растет экспорт, и наблюдаются признаки стабилизации внутреннего спроса. МВФ прогнозирует экономический рост в регионе в размере 3,3 процента в 2010 году.

И все же страны Европы с формирующимся рынком не могут вернуться к своей обычной деятельности, как будто ничего не случилось. Рост в будущем — особенно в странах, в которых во время бума накопились значительные дисбалансы, — должен опираться в большей степени на приток капитала в сектор внешнеторговой продукции и в меньшей степени — в сектор невнешнеторговой продукции. В этих странах экспорт восстанавливается, но внутренний спрос, вероятно, не повысится до тех пор, пока потребители продолжают ограничивать свои расходы, чтобы погасить долги.

Частные сектора в странах, переживших бум, должны осваивать новые рынки для экспорта продукции обрабатывающей промышленности и услуг, что потребует структурной перестройки их экономики. Это не простая, но выполнимая задача. Реструктуризации помогут сигналы рынка, которые будут меняться по мере снижения прибыли в секторе, не производящем внешнеторговые товары, и направления инвестиций на более перспективные направления. Но этот процесс может оказаться нелегким. Даже в секторе внешнеторговой продукции новым проектам, возможно, придется бороться за гораздо более ограниченное финансирование. Приток ос-

танется на снизившемся уровне, пока западные банки прилагают усилия к восстановлению своих балансов и прибыль в странах Европы с формирующимся рынком, скорректированная с учетом риска, кажется менее привлекательной.

Но меры государственной политики также могут сыграть определенную роль, направляя Восточную Европу по пути более устойчивого экономического роста. Более сбалансированная макроэкономическая политика и ограничение роста заработной платы могут предотвратить перегрев, который перетягивает ресурсы из сектора внешнеторговой продукции в сектор невнешнеторговой продукции. В частности, налогово-бюджетная политика может играть значительно более активную роль, сберегая деньги, когда доходы растут, вместо того чтобы увеличивать расходы и повышать государственные зарплаты. Это может означать, что во время бума небольших бюджетных профицитов окажется недостаточно, и будут необходимы значительные профициты. Директивные органы могут предпочесть расходы во время бума, но отдача от сбережений заключается в снижении внушительным финансовым буфером потребности в резком сокращении расходов во время рецессии, что пришлось сделать нескольким странам во время этого кризиса.

Предотвращение перегрева важно, поскольку конкурентоспособность обрабатывающей промышленности во многих странах Европы с формирующимся рынком во время бума снизилась. Например, по данным ЕС, издержки на рабочую силу в расчете на единицу продукции в обрабатывающей промышленности Латвии возросли на 90 процентов относительно ее торговых партнеров в период с 2003 по 2008 год. В некоторых других странах — в частности, в Болгарии, Эстонии и Румынии — также наблюдалось резкое укрепление их реального обменного курса.

Ужесточение налогово-бюджетной политики поможет сдержать рост заработной платы. Со временем заработная плата догонит Западную Европу. Но если это произойдет одновременно с повышением производительности в обрабатывающей промышленности, это не должно помешать конкурентоспособности или препятствовать инвесторам.

### Повышение качества

Странам Европы с формирующимся рынком не следует конкурировать только на основе низкой заработной платы — и сделать это им будет трудно. В других странах с формирующимся рынком заработная плата в настоящее время еще ниже и, по мере миграции работников в Западную Европу, заработная плата в странах Европы с формирующимся рынком увеличится. Вместо этого региону следует стремиться к производству все более продвинутой продукции. В этом могут помочь структурные реформы, в том числе улучшение делового климата и совершенствование образования, а в некоторых странах — борьба с коррупцией.

Приток иностранного капитала также может сыграть важную роль, если он направлен на увеличение предложения, особенно в секторе, ориентированном на внешнюю торговлю. Такие инвестиции поддержат рост, передачу технологий и помогут повышению квалификации рабочей силы.

Некоторые страны региона уже пользуются этой моделью. В Чешской Республике и Словацкой Республике экономический рост во время бума был намного более сбалансированным, роста кредита — более сдержанным, дефициты счетов текущих операций — незначительными, и экспорт играл важную роль. Хотя эта стратегия привела к более сдержанному росту, чем в некоторых соседних странах до кризиса, экономический спад в этих странах были намного менее глубоким. В результате в более долгосрочной перспективе темпы роста этих двух стран были выше, чем в странах, переживших бум внутреннего спроса. ■

*Бас Б. Баккер — начальник отдела и Анн-Мари Гульд, старший советник Европейского департамента МВФ.*

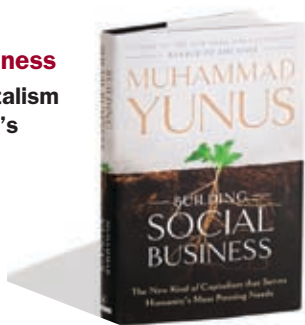
## Получать прибыль или нет: вот в чем вопрос

Muhammad Yunus

### Building Social Business

The New Kind of Capitalism That Serves Humanity's Most Pressing Needs

Public Affairs, New York, 2010, 226 pp., \$25.95 (cloth).



**М**алоимущие отрезаны от оплачиваемой работы, доступа к чистой воде, электроэнергии, дорогам, транспорту, калориям и микроэлементам, здравоохранению, образованию, банковским услугам, связи, Интернету, правосудию и безопасности. Их готовность работать остается самым большим теряемым ресурсом на земле.

Объединение малоимущих с возможностями может стать самодостаточным процессом. Более производительный труд позволит им приобретать решения для стоящих перед ними проблем и принесет им финансовую самообеспеченность. Кроме того, эти решения связаны с работами, которые малоимущие могут выполнять сами. Таким образом, процветание является автокаталитическим

процессом: работа создает богатство, которое может быть затем присвоено теми, кто работает.

Книга «Создание социального предприятия» (Building Social Business) полна примеров предпринимательских идей для преодоления бедности путем повышения отдачи от готовности малоимущих работать и путем создания

действенных и самодостаточных решений их наиболее острых проблем. (Автор является учредителем банка Grameen, одной из первых организаций микрофинансирования. С конца 1970-х годов он предоставлял небольшие займы предпринимателям в некоторых из беднейших районов своей родины, Бангладеш. Его кредитная деятельность сейчас распространилась по всему миру.) В этой своей самой последней печатной работе Юнус показывает, как детское недоедание может быть преодолено путем добавления важнейших микроэлементов в приятный на вкус йогурт (Grameen Danone); как доступная обувь для сельской бедноты (Grameen Adidas)

помогает бороться с заражением людей червями-паразитами; как медицинские услуги могут предлагаться за небольшую предварительную плату или операция по удалению катаракты может делаться тем, кто теряет зрение (Grameen Health Care).

Эта книга не только носит вдохновляющий характер. Она призвана создать новое социальное движение, основанное на предприимчивом и самодостаточном методе решения проблем малоимущих, и сформировать его бренд. В ней проводится четкое его отличие от благотворительности или корпоративной социальной ответственности, которые не являются самообеспечивающимися. Но он также хочет отличить его от обыденного капитализма, отсюда вторая часть названия книги («Новый капитализм, служащий наиболее неотложным нуждам человечества»). Идея состоит не просто в том, чтобы создать предприятия для решения проблем малоимущих, а создать «социальные предприятия», где «все делается для блага других». Она построена на бескорыстной части человеческой природы.

Юнус тщательно обособляет свой новый бренд капитализма, его врагом является мотив получения прибыли, который, как он утверждает, раньше или позже по-

## Сквозь щели

**П**римечательной чертой финансового кризиса было то, что существовало большое количество обстоятельств, когда все шло не так, как надо, а также тем, что большое число людей и организаций совершило ошибки. (В Вашингтоне, округе Колумбия, предыдущая фраза, скорее всего, была бы сформулирована в виде вопроса: кто виноват?) Бывший главный экономист МВФ Рагхурам Раджан из Школы бизнеса Бута при Чикагском университете в своей новой книге «Линии разлома» (Fault Lines) сводит воедино и объясняет различные недостатки, которые способствовали кризису (линии разлома, как он их называет) и которые проявились в результате событий последних нескольких лет. Раджан затем выдвигает общие рекомендации по экономической политике для предупреждения будущей проблемы. Некоторые из них, например исправление глобальных дисбалансов, являются обычными, известными всем рекомендациями, а другие, например улучшение системы социальной защиты, являются новаторскими в условиях кризиса.

Эта книга охватывает широкую группу таких линий разлома и действительно является трактатом о проблемах макроэко-



Raghuram G. Rajan

### Fault Lines

How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy

Princeton University Press, Princeton and Oxford, 2010, 272 pp., \$16.95 (cloth)

номической политики последнего времени. К числу проблем относятся излишняя доля заемных средств (леверидж) и чрезмерное использование кредита американцами, дисбалансы глобальных сбережений и потоков капитала, мягкая денежно-кредитная политика, финансовые инновации, которые привели к недостаточной прозрачности, схемы оплаты труда, стра-

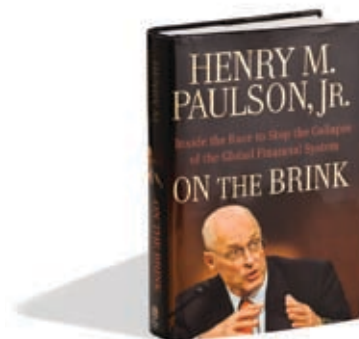
дающие изъянами, недостаточные стандарты кредитования, провалы в работе рейтинговых агентств, недостаточный государственный надзор за банками и другие недостатки. Раджан внушает особое доверие, поскольку в 2005 году он открыто предупреждал о потенциальных опасностях финансовых инноваций.

К списку причин, объясняющих кризис, Раджан добавляет факторы политической экономии. Он считает распространение кредита и возросшую долю заемных средств населения движущей силой, вызванной реакцией на растущее неравенство в США. За исключением семей, в которых их члены обладали высокой квалификацией, семьи страдали от застойного роста доходов и компенсировали это принятием избыточного долга.

Политические факторы также способствовали чрезмерному левериджу. По мнению Раджана, относительно слабая система социальной защиты в США заставляет политиков прилагать особые старания для того, чтобы избежать ухудшения на рынке труда и, следовательно, при первой возможности использовать налогово-бюджетные и денежно-кредитные стимулы. Согласно Раджану, проблематичные меры политики включают как продолжительный период исключительно низких процентных ставок после



## В эпицентре шторма



Henry M. Paulson, Jr.

### On the Brink

#### Inside the Race to Stop the Collapse of the Global Financial System

Business Plus, New York, 2010,  
496 pp., \$28.99 (cloth).

Крах фирмы Lehman Brothers вызвал панику в глобальной финансовой системе. Резкое сокращение имеющихся кредитных ресурсов вызвало глубокий общемировой экономический спад. В США спад привел к 10-процентной безработице, снижению реального ВВП на 3,7 процента и падению промышленного производства на 15 процентов. В книге Генри Полсона рассматривается ряд важнейших вопросов, вызванных крахом глобальной финансовой фирмы. Почему было допущено неупорядоченное банкротство Lehman Brothers? Предвидели ли власти соответствующие риски, и если да, то могли бы они вмешаться? Если вмешательство на раннем этапе было невозможным, могли бы власти оказать Lehman экстренную помощь в последний момент, как они это сделали для другого инвестиционного банка, Bear Stearns, шестью месяцами ранее или гигантской страховой компании AIG на следующий день?

Полсон был министром финансов США с июля 2006 года по январь 2009 года: в течение двух лет перед кризисом и четырех месяцев начальных антикризисных мер. В этой книге излагается соответствующий опыт.

### Основные факты финансового кризиса

В ходе повествования излагаются основные исторические факты. Указаны важнейшие вехи: от начала кредитных потрясений в августе 2007 года и краха Bear Stearns в марте 2008 года до передачи во временное управление (национализации) спонсируемых государством предприятий (ПСГ) Fannie Mae и Freddie Mac и краха Lehman Brothers

мешает служению малоимущим. Он считает, что он должен быть запрещен. Как курильщик, который хочет бросить курить, должен избегать даже одной затяжки, или мусульманин во время Рамада не должен отказаться от малейшего перекуса, предприятия должны отказаться от прибыли. «Полный разрыв с ориентацией на прибыль создает большое и важное различие для предпринимателя, который действительно хочет посвятить себя социальным преобразованиям».

Юнус, как он утверждает, изобрел новую форму социальной организации в области некоммерческих предприятий, направленную на решение проблем малоимущих. Он тщательно отделяет эту форму от ориентированного на прибыль капитализма, кооперативов, социализма, государства, благотворительности, коммунизма или социальной ответственности корпораций. Он претендует на патент на микрокредит, хотя организация «Аксон интернационал» появилась более чем на десятилетие раньше его банка Grameen. Используя удачное сочетание пожертвований и стимулов получения прибыли, «Аксон» создала такие организации, как Compartamos, MiBanco и BancoSol, которые развивались более динамично, чем банк Grameen, именно потому, что в отличие от Юнуса они не настаивали на кре-

дитовании групп и не противодействовали получению прибыли.

Некоммерческий бренд действительно вызывает доброжелательное отношение. Grameen стал партнером крупных корпораций, таких как Danone (для йогурта) и Adidas (для обуви). Ассоциация их с Grameen была успешной для их собственных брендов. Но в существующих условиях эти компании ограничены оригинальными программами, которыми управляют их подразделения по вопросам социальной ответственности. Новые миллиардные рынки радикально изменили бы положение малоимущих. Недопущение извлечения прибыли не позволяет этим решениям приобрести большие масштабы, а передача пожертвований ограничивает субсидирование деятельности, которая не может быть организована на основе самообеспечения.

Читатели, скорее всего, найдут вдохновение в этой книге, но им следует воспринимать социальное движение, бренд которого Юнус пытается создать, с (изрядной) долей скептицизма.

*Рикардо Хаусманн,*

*Директор Центра международного развития и профессор практики экономического развития в Гарвардском университете*

снижения экономической активности 2000–2003 годов, так и текущие меры, например скрытые государственные субсидии Fannie Mae и Freddie Mac, до того как они были переданы во временное управление решением правительства США в сентябре 2008 года. Мягкая денежно-кредитная политика и подразумеваемая гарантия по долгам Fannie и Freddie способствовали чрезмерному заимствованию и образованию «пузыря» цен на жилье, а следовательно, и уязвимости финансового сектора и кризису. Во второй половине книги рассматриваются реформы для предотвращения этих проблем, в том числе изменение в системе регулирования финансовой сферы и в рыночных структурах, таких как неоправданные стимулы в схемах оплаты труда.

Среди предлагаемых Раджаном решений выделяется создание более действенной системы социальной защиты в США, которая уменьшила бы опасения спада и предотвратила бы необоснованные меры стимулирования, приводящие к образованию «пузырей». Если бы работники, то есть избиратели, меньше беспокоились об утрате работы и нарушении образа жизни, у политиков было бы больше возможностей для избежания рискованных мер политики. Некоторые утверждают, что кризис был результатом мер полити-

ки в 2000–2003 годах, призванных компенсировать крах пузыря акций высокотехнологичных компаний за счет создания «пузыря» цен на жилье. Недавно принятое в США законодательство о здравоохранении должно соответствовать общей рекомендации Раджана об улучшении системы социальной защиты. По мере того как закон о здравоохранении начинает действовать, будет интересно наблюдать, скажется ли он на представлении американцев о финансовой безопасности и направленности государственной политики.

Что касается дальнейшей перспективы, Раджан уделяет основное внимание повышению качества образования и подготовки кадров для преодоления коренных причин неравенства. Повышение квалификации означает улучшение возможностей трудоустройства и повышение доходов и менее нервозные действия государства по стимулированию экономики.

В книге Раджана излагается полная картина причин возникновения кризиса, и предлагается интригующий подход к предотвращению еще одного кризиса.

*Филип Свейгел,*

*Школа бизнеса Макдоноу Джорджтаунского университета*

15 сентября 2008 года, а также спасения AIG на следующий день. В книге также рассматриваются антикризисные меры, в частности, законодательство о Программе ликвидации проблемных активов (TARP) — бюджетные полномочия для приобретения проблемных активов и пополнения собственного капитала банков, а также создание многочисленных механизмов ФРС, призванных обеспечить ликвидность для финансовой системы, переживавшей трудности.

Хотя это изложение фактов полезно, особая ценность книги заключается во взгляде инсайдера на политический процесс вокруг кризиса. Выделяются четыре важных вопроса — уроки на будущее для повышения действенности политики по обеспечению финансовой стабильности и преодолению кризиса.

## Извлечение уроков

Первым уроком являются нежелательные последствия сегментации регулирования финансовой сферы. Хотя Министерство финансов США несет общую ответственность за внутренние финансы, оно не могло обойти операционную независимость отраслевых органов регулирования. Это усложняло макропруденциальный надзор: поразительно, что новость о существенных трудностях ведущей страховой компании AIG достигла министра финансов лишь за несколько дней до ее краха, который подорвал политику финансовой стабильности. Полсон вспоминает, как орган регулирования ПСГ не хотел признать их крайне недостаточную капитализацию и ввести временное управление. Похожая ситуация описывается им в случае специализированного органа регулирования, который отвечал за проблемную ссудо-сберегательную ассоциацию Washington Mutual и предпочел провести ее рекапитализацию, вместо того чтобы продать ее стабильному банку JPMorgan. Шесть месяцев спустя Washington Mutual стал крупнейшим обанкротившимся банком США в истории.

Второй урок касается значения законодательного органа в формировании финансовой политики. Полсон описывает, как конгресс отказывался признать нарастание факторов финансовой уязвимости перед кризисом, отчасти из-за значительного политического влияния финансового сектора, особенно связей ПСГ — «самых стойких бойцов в Вашингтоне». Эти наблюдения находят подтверждение в недавней научной литературе, где взносы на политические цели увязываются с голосованием членов конгресса по экономическим вопросам.

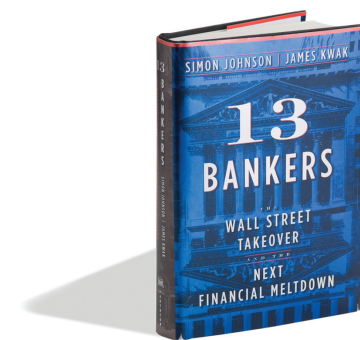
Третий урок касается сложностей международной координации урегулирования кризисов. Большинство признает, что санация международных банков является, возможно, самым слабым звеном в сегодняшних основах обеспечения мировой финансовой стабильности. Крах Lehman Brothers является наглядным тому примером. Инвестиционный банк имел глобально интегрированные операции, но его международные филиалы были вынуждены обращаться в суд о признании их банкротами согласно нормам соответствующих юрисдикций. В процессе банкротства администратор фирмы Lehman в Лондоне, фирма PricewaterhouseCoopers, заморозил все активы фирмы в Соединенном Королевстве, в том числе залоговое обеспечение третьих сторон на счетах клиентов. Эта мера нанесла удар по доверию инвесторов, даже в тех юрисдикциях, где счета клиентов инвестиционного банка были обособлены и защищены в случае банкротства, как в США. Полсон отмечает, как непредвиденные особенности норм о несостоятельности были одной из причин развала мировой финансовой системы: «Неожиданно все стали все больше опасаться иметь дело с любым контрагентом, независимо от того, насколько безупречной была его репутация или как долго поддерживались отношения между фирмами».

В описании краха Lehman Brothers Полсон неоднократно возвращается к зияющим пробелам в системе регулирования США, которые связаны с четвертым уроком. Процедуры сворачивания операций коммерческих банков четко определены Законом США о совершенствовании деятельности Федеральной корпорации по страхованию депозитов, но сопоставимые полномочия для инвестиционных банков, страховых компаний и крупных хеджевых фондов отсутствовали. Правительство не могло вмешаться путем пополнения капитала, если одна организация была несостоятельной, даже в случае системных последствий. ФРС теоретически может предоставить экстренный кредит любой организации, но только если ссуда «обеспечена удовлетворительным образом», что означает лишь минимальный риск потерь по кредиту. Так почему фирме Lehman позволили обанкротиться, тогда как Bear Stearns и AIG спасли? Полсон утверждает, что действительная нехватка обеспечения фирмы Lehman, которое она могла бы предоставить в качестве залога правительству в обмен на свое спасение, отличало ее от других организаций.

Этот анализ остается противоречивым, но мнение Полсона, находившегося в центре разразившегося кризиса, открывает важную перспективу.

*Лев Ратновский,  
экономист, Исследовательский  
департамент МВФ*

## Кто боится ужасных больших банков?



*Simon Johnson and James Kwak*

### 13 Bankers

#### The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown

Pantheon Books, New York, 2010,  
320 pp., \$26.95 (cloth).

«Наша цель сегодня состоит в том, чтобы изменить общепринятые представления об огромных банках». Авторы делают такой вывод ближе к концу этой весьма хорошо написанной и дающей пищу для размышлений книги. В ее основе ставится вопрос, который вызывает недоумение у органов экономической политики: что требуется для того, чтобы сделать финансовую систему более безопасной и избежать повторения крупномасштабного государственного вмешательства, которое было необходимо для предотвращения краха финансовой системы? Авторы нацеливают свое внимание на затруднения, созданные финансовыми организациями, которые считаются «слишком большими, чтобы обанкротиться». Проблемы морального риска хорошо известны, и Джонсон и Квак утверждают, что здесь присутствует опасная скрытая тенденция (граничащая с коррупцией политических и институциональных механизмов, которые формировали развитие мировой финансовой системы и осуществляли надзор за ней), которая



благоприятствует крупным финансовым организациям.

Авторы повествуют интересную историю, в которой присутствует достаточное количество злодеев и иногда попадают герои. Среди злодеев, прежде всего, выделяются крупные банковские организации. В книге изображены как новые олигархи. Они пользуются чрезмерным экономическим могуществом и политическим влиянием, извлекают выгоды из своего статуса «слишком больших, чтобы обанкротиться» и при этом принимают излишние риски в расчете на то, что налогоплательщики их спасут. Популярность экономической либерализации и ее поддержка, традиции «вращающихся дверей», которые позволяют влиятельным лицам из государственного сектора устраиваться в крупные финансовые организации, а затем возвращаться, и присутствие нескольких фигур на важнейших должностях в Министерстве финансов США и Федеральной резервной системе помогли смазывать шестерни этого механизма эксплуатации. МВФ не избежал этой критики.

Однако авторам уместно было бы признать, что многие злодеи в свое время считались героями, когда они преодолевали прошлые финансовые кризисы и содействовали динамичному экономическому росту. Никто не станет отрицать, что были сделаны ошибки, и если бы мы могли вернуться назад и вновь проиграть историю, то, разумеется, некоторые решения были бы отменены. Ос-

вещаемое в книге решение о регулировании внебиржевых сделок с производными инструментами является наглядным тому примером. В книге предполагается, что эти решения, возможно, отражали способность немногочисленных могущественных и своекорыстных людей склонить на свою сторону многих, но, возможно, они просто были результатом неверных суждений и невежества — после кризиса мы стали мудрее.

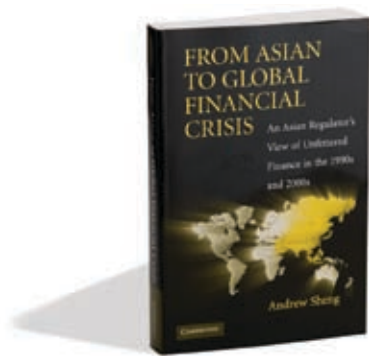
Время опубликования книги не могло бы быть более удачным. Представители директивных органов во всем мире дискутируют, как лучше реформировать систему регулирования мировых финансов, готовятся детальные предложения о реформах системы регулирования. Книга «13 банкиров» (13 Bankers) является особенно ценной, поскольку в ней отражена независимая перспектива. Основной ее тезис заключается в том, что почти каждый участвующий в финансовом регулировании ангажирован в силу характера этого процесса и, скорее всего, будет направлять реформы в пользу крупных финансовых организаций. Этот аргумент, если он соответствует истине, не является хорошим предзнаменованием для фундаментальной реформы, которая привела бы к долгосрочным улучшениям. Окончательного ответа пока нет, и, несомненно, лица, отвечающие за разработку реформ, будут оспаривать точку зрения авторов.

Последний раздел книги, где предлагаются решения, является наименее раз-

работанным, что вызывает сожаление, поскольку именно эта часть может повлиять на дискуссии по экономической политике. Авторы ратуют за жесткие ограничения на размеры финансовых организаций, запрещающие превышение определенной процентной доли валового внутреннего продукта. Они предлагают еще более строгие лимиты на размеры более рискованных организаций. Эти ограничения будут добавлены к другим многочисленным инициативам в области регулирования, которые сейчас рассматриваются (относительно капитала, ликвидности и т.д.). Однако в книге не анализируются подробно доводы за и против применения лимитов размеров вместо предложений или в дополнение к предложениям о решении проблемы системно значимых организаций путем введения отчислений за системный риск, принятия ограничений на трейдинг за собственный счет и совершенствования механизмов санации для крупных финансовых организаций. Вопрос о методах разработки предлагаемых лимитов размеров и об их охвате не поднимается. Более глубокий анализ и рассмотрение этих проблем повысили бы практическую ценность этой стимулирующей к размышлению книги и укрепили бы доводы для учета ее рекомендаций в процессе реформ.

*Р. Берри Джонстон,  
заместитель директора  
Департамента денежно-кредитных  
систем и рынков капитала МВФ*

## Новый кризис, старые проблемы



Andrew Sheng

### **From Asian to Global Financial Crisis**

**An Asian Regulator's View of Unfettered Finance in the 1990s and 2000s**

Cambridge University Press, Cambridge, United Kingdom, 2009, 204 pp., \$26.99 (paper).

Новая книга Эндрю Шена появилась как раз тогда, когда людям больше всего требуются ответы на вопросы. Опыт Шена, приобретенный на Западе и Востоке, в сочетании с его послужным списком, который включает работу в качестве сотрудника органа финансового регулирования и ученого в Гонконге, создает основу для обширного и глубокого анализа финансового кризиса глазами человека из Азии.

В отличие от многих аналитиков, Шен привносит личную перспективу, которая затрагивает сравнительную историю, макроэкономику и микроэкономику и определяет основу книги. Исходя из своего опыта журналиста из Азии, заявляю, что я не читал более ясной и более полной истории азиатского финансового кризиса 1990-х годов и не видел более убедительного анализа глубинных связей между этим периодом и текущим глобальным кризисом. Но для других

читателей описание действий Шена по преодолению кризиса в качестве сотрудника органа регулирования Гонконга может показаться более интересным, чем его теоретические объяснения.

Шен показывает, как и почему сегодняшние инструменты и институциональные структуры устарели. Среди наиболее важных рассматриваемых тем являются взаимоотношения между финансовыми посредниками и органами регулирования или правительствами. По его мнению, неограниченная финансовая деятельность лежит в основе этих кризисов.

Однако реальная картина намного сложнее. Правительства часто одновременно осуществляют чрезмерное и недостаточное регулирование финансового сектора. Это особенно справедливо в Азии, отмечает автор. Финансовая система нуждается не в большем, а в более качественном регулировании.

«Циклы регулирования должны включать постоянные сравнения результатов с поставленными целями. В рамках

этих обзоров необходимо изучать, как стратегия, приоритеты, структуры, процессы и реализация осуществлялись в правильных масштабах и контексте», — пишет Шен. Его аргумент является обоснованным. Но как мы можем гарантировать выполнение этих условий?

В Китае на данном этапе развития финансовой системы такие обзоры невозможны. Подчинение регулирования — то есть ситуация, когда орган государ-

## В интересах будущего мнение азиатской стороны об истории кризиса заслуживает изложения.

твенного регулирования, созданный для того, чтобы действовать в государственных интересах, действует на благо коммерческих структур или влиятельных кругов, доминирующих в отрасли, которую ему поручено регулировать, — является распространенным в Китае.

Сейчас необходимы органы регулирования, которые уделяют основное внимание принятию и выполнению правил, а не принятию рыночных решений. Они должны совершенствовать систему трейдинга, контролировать группы с особыми интересами, обеспечивать раскрытие достаточной информации, наказывать нарушителей и просвещать инвесторов.

Однако органы регулирования Китая практически не проявляют заинтересо-

ванности в этих задачах. Напротив, будучи подчинены мощным влиятельным кругам, они принимают чрезмерно протекционистские меры под флагом защиты интересов инвесторов. Это ведет к искусственному контролю предложения акций и спроса на них, к искажениям на рынке, создающим условия, которые благоприятствуют извлечению ренты зарегистрированными на бирже компаниями и превращают инвесторов в спекулянтов. Шен утверждает, что «прозрачность является необходимым, но не достаточным условием». Это мягко сказано. В Китае прозрачность остается лишь мечтой.

Как отмечает Шен, «важнейшей структурной проблемой стран Азии является наследие относительно закрытой вертикальной государственной структуры, сталкивающейся с открытым, быстро меняющимся и сложным глобальным рынком». Истинная правда.

Шен сообщает, что после кризиса в Азии и краха «пузыря» акций интернет-компаний финансовая сфера претерпела самую тщательную реформу с 1930-х годов в области бухгалтерского учета и отчетности, корпоративного управления, регулирования и национальных финансовых секторов. Но этих мер оказалось недостаточно для предотвращения последнего кризиса. Более того, некоторые из этих мер, возможно, послужили причиной возникновения кризиса. Мир все еще ищет ответы на важнейшие вопросы, в том числе связанные с проблемой, характеризуемой выражением «слишком большой, чтобы обанкротиться».

Все же остается надежда относительно будущего финансового надзора, хо-

тя события недавнего прошлого не предвещают ничего хорошего для этого будущего. Логика плана спасения усиливает факторы, приводящие к финансовым кризисам, в том числе к текущему кризису. Например, механизм стимулов в финансовом секторе и проблема взаимоотношений принципала и агента остались в неизменном виде, если не хуже, во всех планах спасения. Вместе с тем, Шен не оставляет надежды. «Ни один финансовый кризис не является полностью похожим, но есть общие элементы, которые, я надеюсь, помогут нам выявить следующий кризис и смягчить его воздействие», — пишет он.

Наши задачи особенно сложны в Азии, поэтому на данном этапе истории рынка мнение Шена на основе опыта регулирования в Азии особенно ценно. «Имеется очень мало книг о кризисе в Азии, написанных старшими должностными лицами из Азии, которые работали во время кризиса, — отмечает он. — В интересах будущего мнение азиатской стороны об истории кризиса заслуживает изложения».

Шен достоин похвалы за понимание своей ответственности перед историей. Но его наиболее ценный вклад заключается в том, что он выделяет некоторые основные препятствия на пути создания прочной финансовой системы и указывает путь к будущим решениям проблем.

*Ху Шули,  
главный редактор Caixin Media и декан  
факультета коммуникации и дизайна  
Университета Сунь Ятсена*

## Обзор МВФ

Глобализация  
и ее влияние  
на экономику стран  
мира: новости  
и анализ

Посетите журнал «Обзор  
МВФ» онлайн по адресу:  
[www.imf.org/imfsurvey](http://www.imf.org/imfsurvey)



# Кредитование частного сектора остается слабым

Уровень банковского кредита продолжает снижаться, несмотря на подъем в мировой экономике



**П**ЕРИОД, предшествовавший международному финансовому кризису 2008 года, характеризовался избытком ликвидности в мировом масштабе и быстрым ростом кредита, особенно кредита частному сектору. Однако в результате мирового кризиса банковская система сократила кредитование частного сектора, поскольку банки стремились укрепить свои балансы, пострадавшие от снижения цен активов, покрыть растущее число необслуживаемых кредитов и в целом снизить уровни риска путем уменьшения доли заемных средств. Темпы роста банковских кредитов резко снизились в реальном выражении и, вероятно, будут оставаться пониженными в большинстве основных экономик и групп стран.

Массивное вливание государственных средств и смягчение условий кредитования в странах с развитой экономикой, направленные на борьбу с рецессией и поддержку банковских балансов, не привели к увеличению кредита частному сектору. После периода роста в среднем примерно на 7 процентов в год до середины 2008 года прирост банковского кредита в странах с развитым рынком замедлился, и к концу 2009 года стал отрицательным. Больше всего темпы роста банковского кредита в 2009 году упали в Соединенном Королевстве, примерно на 20 процентов. В США к началу 2010 года кредит сократился почти на 10 процентов по сравнению с тем же периодом предыдущего года. В зоне евро наблюдалась аналогичная тенденция.

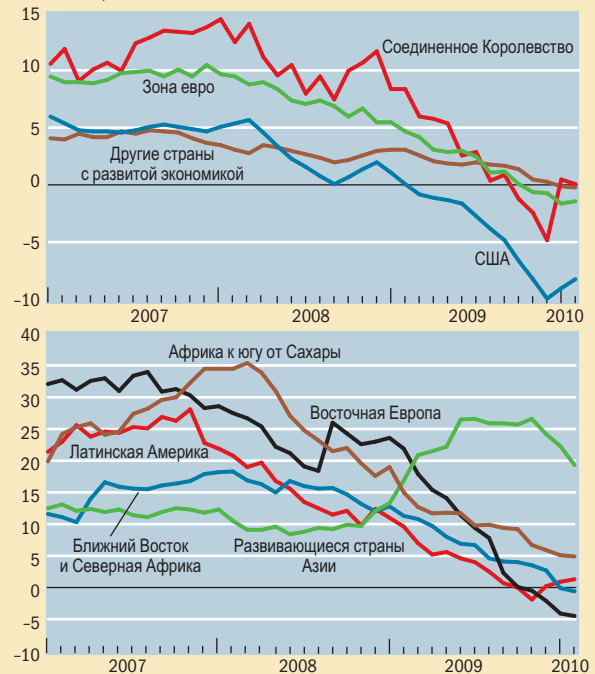
Имеется ряд факторов, объясняющих, почему улучшение финансовых условий не привело к возобновлению роста кредита частному сектору в этих странах. Во-первых, спрос на кредит снижился с ослаблением экономической конъюнктуры, поскольку фирмы сокращали производство, а домашние хозяйства снижали уровни потребления и в результате меньше нуждались в кредитах. Во-вторых, банки ужесточили стандарты кредитования из-за возросшей неопределенности, ослабления своего капитала и растущих убытков по кредитам. В балансах банков сохраняется напряженность, а условия финансирования становятся более жесткими. Стремясь перевести средства в первоклассные активы, банки предпочитают покупать государственные облигации вместо кредитования частного сектора. Кроме того, неопределенность относительно будущих изменений в системе регулирования, возможно, снижает склонность банков к предоставлению кредитов.

## Сведения о базе данных

Приводимые показатели были составлены с использованием денежно-кредитных данных, предоставленных государствами-членами Статистическому департаменту МВФ для публикации в выпуске «Международной финансовой статистики». Реальные требования национальных банковских секторов к частному сектору были рассчитаны путем дефлирования номинальных рядов на индекс потребительских цен. Региональные темпы роста представляют собой средневзвешенные значения темпов роста экономики отдельных стран. Состав групп стран соответствует классификации доклада «Перспективы развития мировой экономики» МВФ. База данных имеется в Интернете по адресу: [www.imfstatistics.org/imf](http://www.imfstatistics.org/imf).

## Темпы роста банковского кредита еще не восстановились

(Реальный банковский кредит частному сектору, в процентах, в годовом исчислении)



Источник: МВФ, «Международная финансовая статистика».

Из стран с формирующимся рынком и развивающихся стран темпы роста кредита наиболее резко снизились в Восточной Европе, которая до кризиса получала значительный приток внешнего финансирования и трансграничных кредитов. Когда разразился финансовый кризис, рост кредита резко замедлился и пока не начал восстанавливаться, отчасти из-за оттока иностранного финансирования из банковского сектора. Рост кредита в Латинской Америке, Африке к югу от Сахары и на Ближнем Востоке и в Северной Африке характеризуется весьма схожими тенденциями: на конец 2009 года темпы роста колебались в пределах от нуля до 5 процентов.

В отличие от этих регионов, в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах Азии финансовый кризис, по-видимому, не сказался на уровне кредитования частного сектора. Более того, темпы роста банковского кредита в этих странах повысились во время кризиса и лишь в последнее время начали снижаться. Однако такое развитие ситуации во многом определялось показателями Китая, где банковский кредит устойчиво растет с 2005 года; к концу 2009 года темпы его прироста достигли 35 процентов ввиду перспектив уверенного экономического роста и повышения цен активов.

Подготовили сотрудники Статистического департамента МВФ Хосе Кармас и Мартин Маккона.

# Расширьте свои познания о мире Посетите книжный магазин МВФ

## Перспективы развития мировой экономики

В «Перспективах развития мировой экономики» содержится много фактов по отдельным странам, цифр и мировых прогнозов. В четкой и удобной для использования форме изложены перспективы роста, инфляции, торговли и других изменений в экономике. Публикация имеется на русском языке.



## Доклад по вопросам глобальной финансовой стабильности

ДГФС дает углубленное представление о глобальных потоках капитала, освещая условия на мировых финансовых рынках. В нем освещаются актуальные вопросы, которые могут повлиять на стабильность на международных финансовых рынках.



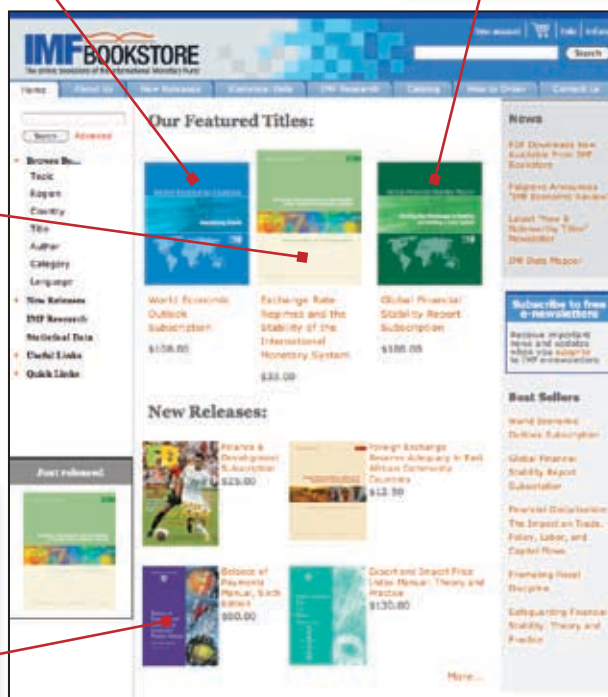
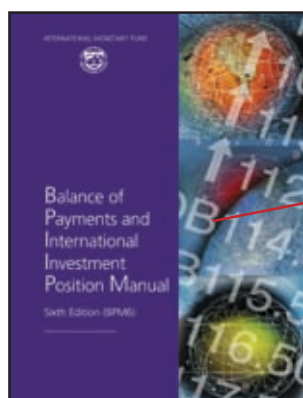
## Последние публикации

### Курсовые режимы и стабильность международной валютной системы

В докладе рассматриваются вопросы стабильности общей системы обменных курсов на основе анализа макроэкономических результатов при различных курсовых режимах, выбора курсового режима и потенциальных источников напряженности в международной валютной системе.

## Руководство по платежному балансу, шестое издание

В издании представлены пересмотренные и обновленные стандарты понятий, определений и классификаций для статистики международных счетов. Эти стандарты используются во всем мире для составления всеобъемлющих и сопоставимых данных.



**Размещайте свой заказ:** посетите сегодня книжный магазин МВФ и ознакомьтесь с каталогом последних докладов, публикаций и данных.

