

Прерван ли подъем Африки?

Стивен Рэделет

Будущее этого региона зависит от значительно большего числа факторов, чем колебания цен на биржевые товары

ЗАВЕРШИЛСЯ ли период успехов Африки? За последние двадцать лет многие страны этого континента изменили курс и добились значительного повышения доходов, сокращения бедности и улучшений в здравоохранении и образовании. Однако царивший в последнее время оптимизм, как представляется, быстро уступил место волне пессимизма. Цены на биржевые товары упали, рост мировой экономики замедлился, и экономический рост нескольких стран Африки к югу от Сахары пробуксовывает. Если последние успехи были обусловлены только высокими ценами на биржевые товары, перспективы дальнейших достижений кажутся туманными.

Однако реальность сложнее, а перспективы, особенно долгосрочные, более многообразны, чем утверждают многие в настоящее время. Нет сомнений в том, что множество стран подвергаются некоторым из самых сложных испытаний, с которыми они сталкивались за десятилетие или более длительный период, и даже при умелом управлении в ближайшие несколько лет прогресс, вероятно, замедлится. Однако в случае других стран (особенно стран — импортеров нефти с более диверсифицированными доходами от экспорта) рост остается весьма динамичным. Если смотреть глубже, хотя высокие цены на биржевые товары помогли многим странам, достижения в области развития последних двадцати лет, когда таковые имели

место, были обусловлены более глубинными факторами, — в частности улучшением государственного управления, совершенствованием процесса разработки и проведения политики и новым поколением квалифицированных руководителей в секторе государственного управления и бизнесе, — которые, скорее всего, сохранятся в будущем.

Преодоление замедления темпов роста мировой экономики наряду с другими усиливающимися угрозами, такими как изменение климата, требует умелого руководства, решительных действий и непростого выбора. Общие темпы роста в ближайшие несколько лет, вероятно, замедлятся. Однако долгосрочные перспективы дальнейшего широкого прогресса в развитии для многих стран этого региона по-прежнему внушают доверие, особенно в случае стран, которые диверсифицируют свою экономику, повышают конкурентоспособность и продолжают укреплять институты государственного управления.

Два десятилетия прогресса

Замедление темпов роста в последнее время происходит после двадцати лет активного прогресса, по крайней мере для многих стран, который начался в середине 1990-х годов и включал ускорение темпов экономического роста, повышение доходов, сокращение бедности, обширные улучшения в здравоохранении и образова-



Участники гонки на горных велосипедах «Абса Кейп Эпик», Кейптаун, Южная Африка.

нии и прочие достижения в области развития (см. рис. 1). С 1995 года прирост ВВП на этом континенте составлял в среднем 4,3 процента в год, что на целых 3 процентных пункта выше, чем предыдущие два десятилетия. Однако неверно говорить, что высокие темпы роста имели место на всем континенте. Имелись большие различия: приблизительно половина стран этого региона двигалась вперед, а другие практически не менялись. В 20 наиболее быстро растущих странах, без учета стран — экспортеров нефти, прирост ВВП в течение двадцати лет составлял в среднем солидные 5,8 процента, а реальные доходы на душу населения более чем удвоились. Но в других странах темпы роста были значительно медленнее, а в восьми странах доходы на душу населения фактически падали. Некоторые из расхождений разительны: в Руанде реальные доходы на душу населения выросли более чем в два раза; в Зимбабве они упали на 30 процентов.

Там, где темпы роста ускорились, наконец, начала снижаться бедность. Доля людей, живущих в крайней бедности (на менее чем 1,90 долл. США в день в неизменных ценах 2011 года), уменьшилась с 61 процента в 1993 году до 43 процентов в 2012 году — это сокращение почти на 1 процентный пункт в год на протяжении двадцати лет. В некоторых странах (например, Сенегале) бедность сократилась еще больше; в других (Демократической Республике Конго) она несколько не сократилась.

Достижения в здравоохранении были еще более значительными. С середины 1990-х годов доля детей, умерших в возрасте до пяти лет, уменьшилась более чем вдвое: с 17 процентов до 8 процентов. Примечательно то, что за последние двадцать лет детская смертность сократилась в *каждой стране Африки* к югу от Сахары. Смертность, вызванная малярией, снизилась вдвое, а смертность, связанная с ВИЧ/СПИДом, и смертность от туберкулеза уменьшились на одну треть. Более трех четвертей детей охвачены начальным образованием по сравнению с лишь половиной детей в 1980-е годы. В настоящее время более двух третей девочек оканчивают начальную школу, что повышает их возможности получения доходов; столь же важно то, что это означает, что у них будет меньше детей и что эти дети

Рисунок 1

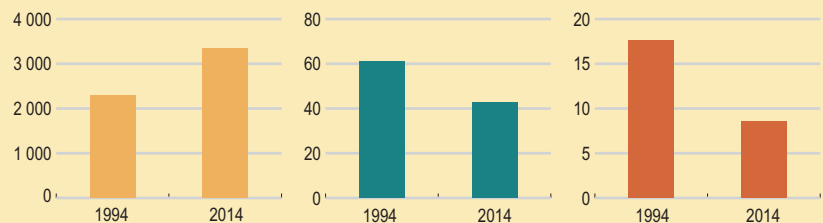
Два десятилетия успехов в развитии

Доходы возросли, бедность снизилась, младенческая смертность сократилась.

(ВВП на душу населения, в долларах США в неизменных ценах 2011 года, с использованием цен на основе паритета покупательной способности)

(Процент населения, живущего на менее чем 1,90 долл. США в день)

(Смертность детей в возрасте до пяти лет, в процентах)



Источник: Всемирный банк, Показатели мирового развития.

будут более здоровыми и получат более качественное образование (см. «У руля своей судьбы» в этом выпуске *Ф&Р*). Эти тенденции служат хорошим предзнаменованием в отношении будущего, поскольку они свидетельствуют о начале создания прочной базы навыков человеческого капитала.

Активизации развития стран, которые двигались вперед, способствовали четыре важнейших фактора.

Во-первых, **заметно улучшилось государственное управление**, по крайней мере во многих странах. Согласно аналитическому центру США Freedom House, число выборных демократий в Африке резко возросло: всего с четырех в 1990 году до 23 в настоящее время. С демократией пришло более эффективное государственное управление, в частности расширение политических свобод, снижение уровня насилия, более высокая приверженность





Художники расписывают стену посольства Канады в Аккре, Гана.

принципу верховенства закона, укрепление государственных институтов, улучшение деловой среды и сокращение коррупции. Эти новые демократии далеки от совершенства, но различия в качестве государственного управления выражены в условных баллах составляемых Всемирным банком ежегодных Общественных показателей государственного управления. В 2014 году средний рейтинг государственного управления 23 демократических стран Африки к югу от Сахары соответствовал 42-му процентилю в мире (и был выше рейтинга Индии и Китая), тогда как в случае недемократических стран он соответствовал 19-му процентилю (см. рис. 2). Качество управления в нескольких недемократических странах повысилось, но это исключение, а не правило.

Во-вторых, возросло число квалифицированных руководителей и разработчиков политики. Руководители, технические специалисты и предприниматели нового поколения занимают руководящие посты в государственных ведомствах, организациях гражданского общества и частном бизнесе. Руководители центральных банков и ключевых государственных министерств значительно лучше подготовлены, более опытные и способны, чем их предшественники двадцать лет назад.

В-третьих, и это связано со вторым фактором, значительно повысилось качество экономической и социальной политики. Макроэкономическое управление стало намного более эффективным с более гибкими валютными курсами, более низкой инфляцией, меньшим дефицитом бюджета и более высокими уровнями валютных резервов. На смену жесткому государственному контролю пришли экономические системы, в большей мере ориентированные на рынок. Органы государственного управления устранили многие искажения, препятствовавшие экономическому росту, что повысило открытость для торговли, расширило выбор для фермеров в том, что касается приобретения производственных ресурсов и реализации продукции, сократило бюрократизм и снизило издержки, связанные с ведением бизнеса. Отчасти благодаря этим улучшениям

в области политики многим странам удалось выдержать трудные глобальные шоки последних лет, в частности продовольственный кризис 2007 года и глобальный финансовый кризис 2008–2009 годов.

В-четвертых, — это важнейшее условие, которое в настоящее время начинает меняться, — *на протяжении большей части последних двадцати лет мировая экономическая конъюнктура была в целом благоприятной*. Быстро росла торговля, и с ней приходил доступ к новым технологиям и идеям, равно как и к более крупным рынкам. Во многих странах Китай стал как крупным рынком экспорта, так и важным источником инвестиций. Процентные ставки были низкими, благодаря чему значительно повышалась доступность заимствований для инфраструктурных проектов. С 2002 по 2014 года рост цен на биржевые товары помог основным странам — экспортерам нефти (Анголе, Гане, Республике Конго, Нигерии и другим) наряду с другими странами — экспортерами природных ресурсов, такими как Замбия, Либерия и Намибия. Рост цен помогал не всем странам: большинство стран Африки импортируют нефть и пострадали от повышения цен, а во многих странах основные цены изменились сравнительно мало, однако цены на биржевые товары поддерживали экономическую активность в большей части этого региона.

Помимо этих четырех важнейших движущих сил, важную вспомогательную роль играла внешняя помощь. Помощь была особенно значимой для улучшения здравоохранения и помогла спасти миллионы жизней посредством программ, направленных на расширение доступа к вакцинации, улучшение состояния здоровья детей и борьбу с такими заболеваниями, как туберкулез, малярия и ВИЧ/СПИД. В большинстве научных исследований последних лет делается вывод о том, что помощь в среднем помогла ускорить темпы роста и укрепить демократию в некоторых странах, особенно с середины 1990-х годов (последний краткий обзор этих исследований см. в работе Arndt, Jones, Tarp, 2015).

Мнение о том, что подъем в Африке произошел только благодаря буму цен на биржевые товары, — слишком упрощенное. В нем не учитываются ускорение темпов роста, начавшееся в 1995 году, за семь лет до повышения цен на биржевые товары, влияние цен на биржевые товары, которое было весьма различным в разных странах (и от которого пострадали страны — импортеры нефти), и изменения в государственном управлении, руководстве и политике как важнейшие катализаторы перемен. При рассмотрении дальнейших перспектив принципиально важно следующее общее понимание движущих сил прогресса: долгосрочное будущее стран Африки к югу от Сахары не определяется лишь превращениями рынков биржевых товаров — оно определяется тем, насколько эффективно преодолеваются эти и другие проблемы.

Неспокойные воды

Однако ситуация в мире в значительной степени изменилась, и многие страны сталкиваются с некоторыми из самых трудных вызовов за десятилетие или за более длительный период. Темпы роста существенно замедлились во всем мире, в том числе на нескольких важных экспортных рынках. Темпы роста в Европе резко снизились, а подъем экономики США по-прежнему идет умеренными темпами. С замедлением темпов роста произошло замедление торговли. В течение десяти лет с 1998 года по 2007 год прирост мировой торговли составлял почти 7 процентов в год, но с 2012 года темпы снизились более чем вдвое всего до 3 процентов в год.

Пожалуй, самое главное то, что темпы роста Китая упали приблизительно до 6 процентов, что значительно ниже темпов последних лет. Торговля Китая со странами Африки к югу от Сахары стремительно выросла с менее чем 20 млрд долл. в 2003 году до более чем 170 млрд долл. в 2013 году. Однако ослабление темпов роста Китая и его стремление сделать больший акцент на внутренней экономике привели к резкому замедлению торговли с Африкой и ее значительному сокращению с некоторыми странами, особенно с Анголой, Замбией, Республикой Конго, Экваториальной Гвинеей и Южной Африкой — основными торговыми партнерами Китая в Африке. Не все происходящие изменения негативны: быстрое повышение уровня заработной платы в Китае создает новые возможности для роста обрабатывающей промышленности в странах Африки. Однако отношения с Китаем снова быстро меняются, и их тщательное выстраивание будет иметь важнейшее значение для дальнейшего долгосрочного экономического роста многих стран этого региона (см. статью «На распутье» в настоящем выпуске *Ф&Р*).

С замедлением темпов роста значительно упали цены на биржевые товары. Цены на кукурузу, медь и хлопок с 2013 года снизились более чем на 20 процентов, а цены на железную руду и нефть упали более чем на 50 процентов. Их снижение оказывает обширное воздействие на доходы от экспорта, доходы бюджета, инвестиции, занятость, валютные курсы и валютные резервы. Оказываемое влияние особенно велико в нефтедобывающих странах (в частности, в Анголе, Республике Конго и Нигерии) и странах, экспортирующих железную руду (Либерии, Сьерра-Леоне, Южной Африке), медь (Замбии, Республике Конго, Южной Африке) и алмазы (Ботсване, Намибии, Южной Африке).

Соответственно, темпы роста в странах Африки к югу от Сахары замедлились с 5 процентов в 2014 году до 3,5 процента в 2015 году и, по прогнозам МВФ, в 2016 году останутся сниженными на уровне 3 процентов. Опять-таки наблюдаются большие расхождения: некоторые страны серьезно пострадали, а другие фактически извлекли выгоду из изменений цен (см. рис. 3). В странах — экспортерах нефти произошло наибольшее снижение темпов роста наряду со странами, добывающими железную руду, медь и алмазы. Южную Африку, один из основных локомотивов экономики этого региона, постра-

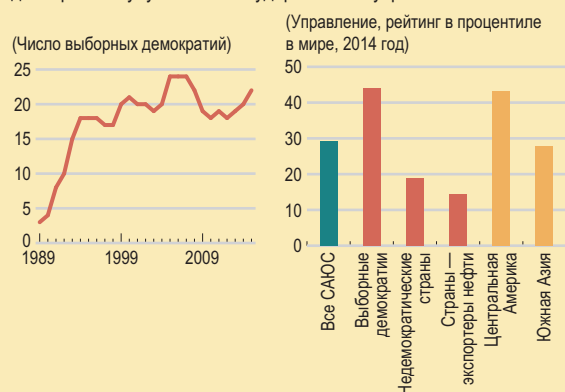
дала от засухи, падения экспортных цен и усиления политической напряженности, и в настоящее время темпы роста составляют лишь около 1 процента. В Нигерии, еще одном важном экономическом центре региона, за успешным переходным периодом в политике в прошлом году немедленно последовали проблемы, вызванные резким снижением цен на нефть, увеличением дисбалансов бюджета и торговли и нерешительным реагированием директивных органов. Ангола, Замбия и Либерия также серьезно пострадали.

Большинство стран Африки к югу от Сахары, напротив, являются импортерами нефти и извлекли выгоду из падения цен на топливо. Некоторые страны, такие как Кот-д'Ивуар, выиграли в результате как повышения экспортных цен (в этом случае на какао), так и снижения импортных цен на нефть. Аналогичным образом, многие страны являются импортерами продуктов питания, и снижение цен на рис, пшеницу и прочие продукты питания пошло им на пользу. Страны с более диверсифицированным экспортом подвержены более умеренному влиянию на экспортные цены, при этом они выигрывают в части импорта. По-прежнему ожидается, что темпы роста Кении, Мозамбика, Руанды, Танзании и Уганды в текущем году составят 5 процентов или более.

Рисунок 2

Прямой путь

В странах Африки к югу от Сахары получила распространение демократия и улучшилось государственное управление.



Источники: Freedom House, Freedom in the World — Electoral Democracies; Институт Всемирного банка, Общемировые показатели государственного управления.
Примечание. САОС=страны Африки к югу от Сахары.

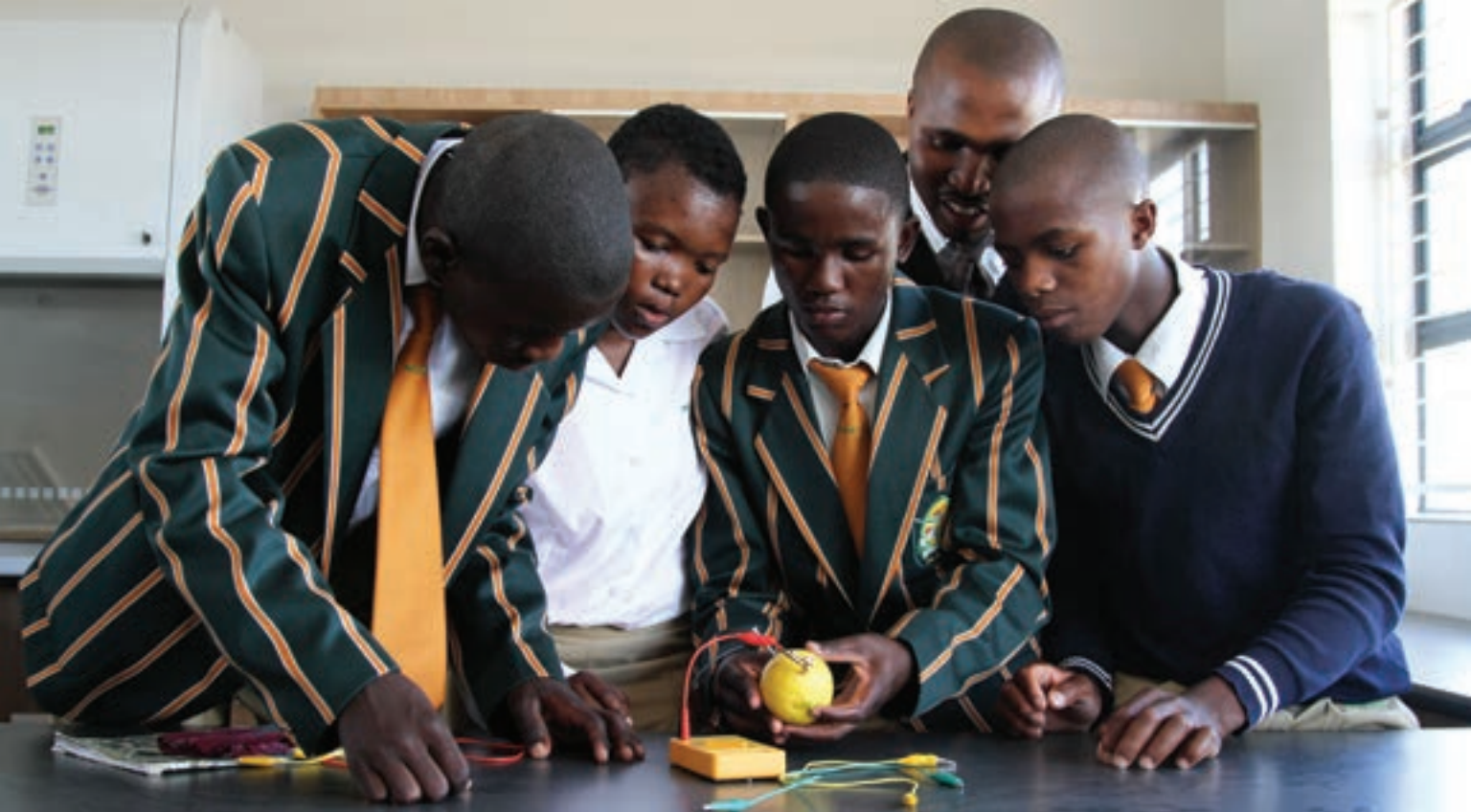
Рисунок 3

Снижение скорости

Темпы роста в Африке замедлились, но сохраняются крупные различия между странами.



Источник: МВФ, Перспективы развития региональной экономики: страны Африки к югу от Сахары, май 2016 года. Цифры за 2016 и 2017 годы являются прогнозами.



Учащиеся работают на научном эксперименте, Мвезо, Южная Африка.

Однако перед странами этого региона стоит ряд других долговременных проблем, начиная с недостатков инфраструктуры энергетики, дорог и водного хозяйства (см. «Препятствие на пути к росту» в этом выпуске *Ф&Р*). По оценкам исследователей Всемирного банка, недостатки инфраструктуры Африки снижают темпы роста более чем на 2 процентных пункта в год. Лишь приблизительно одна треть жителей сельской местности Африки живет в пределах двух километров от дороги круглогодичного сообщения по сравнению с двумя третями в других регионах. При том что во многих частях Африки в избытке имеется вода, отсутствие сооружений для хранения воды и ирригации ослабляет экономическую активность. С дальнейшим изменением климата влияние этих недостатков будет только усиливаться.

Еще одним серьезным испытанием являются демографические изменения. Население стран Африки к югу от Сахары, по прогнозам, увеличится с 965 млн человек в 2016 году до 2,1 млрд человек в 2050 году. Только население Нигерии к 2050 году может достигнуть 400 млн человек — это более чем двукратное увеличение текущей численности. Особенно быстрым будет прирост городского населения, что будет порождать серьезные проблемы, связанные с созданием рабочих мест, инфраструктурой, образованием, здравоохранением и сельскохозяйственным производством. Однако демографические изменения также создают возможности: как показывает история, прирост населения не обязательно ограничивает темпы роста. Прирост городского населения, увеличение доли населения трудоспособного возраста и повышение участия женщин в рабочей силе — все это создает возможности для роста обрабатывающей промышленности и услуг, в значительной степени как это происходило последние десятилетия в Азии, особенно когда при этом осуществляются инвестиции в инфраструктуру и образование.

Вероятно, самым сложным вызовом из всех является изменение климата. Ожидается, что к 2050 году температура в странах Африки к югу от Сахары повысится на 1,5–3 градуса Цельсия, и погодные условия, температура и атмосферные осадки, как предполагается, станут более изменчивыми. Это будет иметь множество последствий, в частности повышение уровня моря в прибрежных районах, понижение уровня грунтовых

вод, повышение частоты ливней и негативное воздействие на здоровье населения. Пожалуй, самый сильный удар будет нанесен по объему производства и производительности труда в сельском хозяйстве — преобладающем источнике доходов в Африке, особенно для малоимущих.

Дальнейший путь

Преодоление этих вызовов станет проверкой навыков нового поколения руководителей Африки. Однако и в этом случае последствия, скорее всего, будут весьма различными: страны с наиболее диверсифицированной экспортной базой, вероятно, будут затронуты меньше всего, а страны с узкой экспортной базой и слабым государственным управлением пострадают в наибольшей степени. Для достижения дальнейшего долговременного прогресса в этот сложный период должны быть приняты меры в четырех областях.

Прежде всего, это умелое макроэкономическое управление. Увеличивающийся торговый дефицит оказывает давление на валютные резервы и валюту, вызывая у разработчиков политики искушение попытаться искусственно поддерживать стабильность валютных курсов. В нескольких странах начали возникать параллельные валютные курсы. Однако, поскольку цены на биржевые товары, как ожидается, останутся низкими, сохранение фиксированных валютных курсов в дальнейшем, вероятно, приведет к еще более значительным и более трудным корректировкам валютных курсов. Как бы тяжело это ни было, страны должны допустить снижение курса своих валют для поощрения экспорта, сдерживания импорта и поддержания резервов. Вместе с тем дефицит бюджетов увеличивается, и ввиду ограниченности вариантов заимствования для покрытия этого дефицита должен быть сделан непростой выбор. Его суть состоит в способности привлечь внутренние ресурсы и увеличить налоговые доходы, что позволит странам контролировать дефицит и при этом финансировать важнейшие инвестиции в дороги, энергетику, школы и клиники. Суммы, о которых идет речь, внушительны: каждый процентный пункт увеличения доходов как доли ВВП Африки к югу от Сахары в целом приносит дополнительные 17 млрд долл. США в год. В некото-

рых странах может быть целесообразным увеличение объема внутренних доходов за счет займов, особенно в целях приоритетных инфраструктурных проектов. Однако бремя долга растет, процентные ставки повышаются, и спреды по выпускам суверенных облигаций в Африке быстро увеличиваются, что сдерживает дальнейшее заимствование.

Во-вторых, страны должны энергично диверсифицировать свою экономику и уходить от зависимости от экспорта биржевых товаров. Органы государственного управления должны создать более благоприятную среду для частных инвестиций в последующую переработку сельскохозяйственной продукции, обрабатывающую промышленность и услуги (такие как ввод данных), что поможет увеличить число создаваемых рабочих мест, ускорить долгосрочные темпы роста, сократить бедность и минимизировать уязвимость к изменчивости цен.

Последствия текущих шоков цен на биржевые товары столь велики именно потому, что страны не диверсифицировали свою экономическую деятельность. Конкретные меры в разных странах будут различными, но начинаются с повышения производительности сельского хозяйства, создания более эффективных образовательных консультативных услуг, строительства более качественных дорог, соединяющих фермерские хозяйства с рынком, обеспечения того, чтобы меры ценовой и тарифной политики не ставили в невыгодное положение фермеров, и инвестиций в новые сорта семян и виды удобрений. Инвестиции в энергетику, дороги и водное хозяйство имеют решающее значение. Как в Восточной Азии, органам государственного управления следует координировать выделяемые на государственную инфраструктуру инвестиции в транспортные коридоры, парки и зоны близ населенных пунктов, с тем чтобы они приносили выгоду компаниям в виде расширения доступа к электроснабжению, снижения транспортных затрат и наличия поблизости трудовых ресурсов, что позволит значительно сократить производственные затраты. Эти инвестиции должны финансироваться путем умелого сочетания осмотрительного заимствования с увеличением объема внутренних доходов. Вместе с тем основные затраты на ведение бизнеса во многих странах остаются высокими. Для содействия конкуренции компаний органы государственного управления должны снижать тарифные ставки, сокращать бюрократизм и упразднить излишнее регулирование, препятствующее росту бизнеса. Настало время сократить издержки бизнеса и содействовать конкуренции компаний на внутреннем, региональном и глобальном уровнях.

В-третьих, виток прогресса Африки невозможно продолжать без прочных систем образования и здравоохранения. Повышение охвата школьным образованием и увеличение числа оканчивающих школы, особенно девочек, представляют собой надлежащие первые шаги. Однако качество школ страдает от устаревших учебных программ, несоответствующей оснащенности, низкого уровня подготовки учителей, недостаточного контроля на местном уровне, невыхода учителей на работу и низкого уровня оплаты труда учителей. В ближайшей перспективе должно быть кардинально повышено качество для вооружения учащихся, особенно девочек, навыками, необходимыми им, чтобы быть производительными работниками. Аналогичным образом, системы здравоохранения по-прежнему слабы, недостаточно финансируются и перегружены, как столь наглядно показала недавняя вспышка заболеваемости вирусом Эбола (см. «После Эболы» в этом выпуске *Ф&Р*). Необходимы надежные меры для расширения доступа к медицинским учреждениям, подготовки поставщиков услуг здравоохранения, поддержки предоставления основных услуг здравоохранения и укрепления систем здравоохранения в целом.

В-четвертых, дальнейший долговременный прогресс требует укрепления институтов надлежащего государственного управления и углубления демократии. Происходившие последние двадцать лет преобразования в направлении от авторитарного прав-

ления впечатляют, но остаются незавершенными. Более действенная система сдержек и противовесов власти благодаря более эффективным законодательным и судебным органам, повышение степени прозрачности и подотчетности и усиление права голоса народа — вот что требуется для поддержания прогресса. В некоторых недемократических странах ситуация хорошая, но большинство авторитарных правительств демонстрируют катастрофические результаты государственного управления.

Наконец, важную роль играет международное сообщество. Иностранная помощь помогла поддержать ускорение развития, и дальнейшая помощь смягчит последствия происходящего замедления темпов роста. Необходимы более крупные и более долгосрочные обязательства, особенно в случае стран с более эффективным управлением, демонстрирующих высокую приверженность прогрессу. Прямая поддержка бюджета поможет, насколько возможно, смягчить трудности корректировок в странах, наиболее пострадавших от шоков цен на биржевые товары. Помимо этого, финансирование донорами инфраструктуры, желательно в виде грантов и льготных ссуд, позволит заложить основу долгосрочного экономического роста и благосостояния. Пока не время для того, чтобы богатые страны замкнулись на себе и возвели торговые барьеры. Богатым государствам, наоборот, следует поощрять дальнейший прогресс и диверсификацию экономики путем сокращения барьеров для торговли товарами стран Африки, экономика которых наименее развита.

В сложившейся глобальной экономической конъюнктуре легко впасть в пессимизм. Однако, конечно, впасть в пессимизм легко всегда. Большинство аналитиков негативно воспринимали перспективы развития Африки в середине 1990-х годов, как раз когда там во многих странах ситуация улучшалась и начинался подъем. Пессимизм также имел место во время глобального продовольственного кризиса 2007 года и финансового кризиса 2008–2009 годов. Однако, несмотря ни на что, во многих странах этого региона произошли впечатляющие преобразования.

Замедление темпов роста мировой экономики создает серьезные проблемы, преодолеть которые нелегко. В ближайшие несколько лет экономический рост в этом регионе, вероятно, будет по-прежнему умеренным, а темпы общего прогресса в области развития, скорее всего, замедлятся. В некоторых странах, особенно тех, которые зависят от экспорта нескольких биржевых товаров, замедление темпов роста может быть весьма значительным. Директивным органам, возможно, не удастся сразу обеспечить высокие темпы роста, но они могут многое сделать для того, чтобы держать замедление темпов роста под контролем и укрепить основу устойчивого прогресса. Что касается более долгосрочного горизонта, кардинальные улучшения, происходящие в государственном управлении, укрепление потенциала и содействие новому поколению лидеров указывают на благоприятные перспективы.

При условии принятия согласованных мер и наличия смелого руководства следует ожидать того, что в ближайшие двадцать лет многие страны Африки продолжат существенные успехи в области развития и будут далее сокращать бедность, улучшать государственное управление и повышать благосостояние. ■

Стивен Рэдделт — директор Глобальной программы человеческого развития Высшей школы дипломатической службы им. Эдмунда Уолиша Джорджтаунского университета, автор книги The Great Surge: The Ascent of the Developing World.

Литература:

Arndt, Channing, Sam Jones, and Finn Tarp, 2015, "What Is the Aggregate Economic Rate of Return to Foreign Aid?" World Bank Economic Review, July, pp. 1–29. Finance