



ФИНАНСЫ И РАЗВИТИЕ

ИЮНЬ 2021 ГОДА

Ковидная паника?
стр. 24

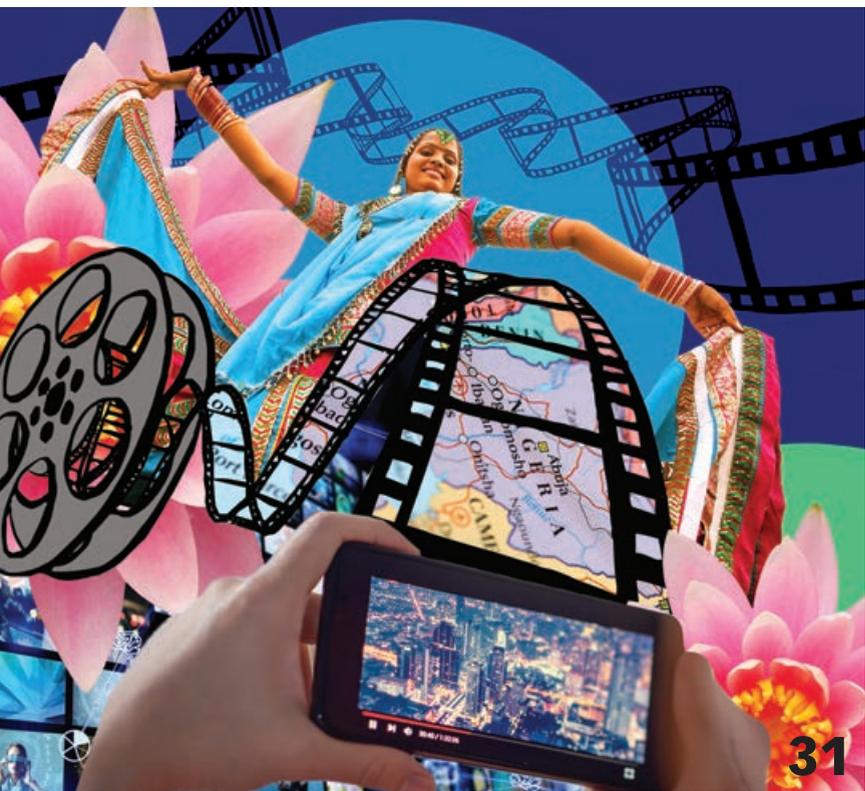
Представляем
Рохини Панде,
стр. 34

Гражданство
на продажу, стр. 50



Формирующиеся рынки — что впереди?

Содержание



По мере восстановления после пандемии страны с формирующимся рынком должны вернуть обретенную с большим трудом экономическую устойчивость.

31

ФОРМИРУЮЩИЕСЯ РЫНКИ — ЧТО ВПЕРЕДИ?

4 Долгий путь

Страны с формирующимся рынком должны гармонично сочетать преодоление пандемии, возвращение к более стандартным мерам политики и переустройство своей экономики

Рута Дуттагупта и Чейла Пазарбаиолу

10 Формирующаяся экономика все еще формируется?

Спустя два десятилетия БРИК по-прежнему имеет обещающие перспективы

Джим О'Нил

12 Конец строки

Грядущий суперцикл цен на нефть, вероятно, будет последним

Рабах Ареэки и Пер Магнус Нисвеен

16 Мировое влияние, внутренняя хрупкость

Успех Китая в долгосрочной перспективе будет зависеть в первую очередь от решения внутренних проблем

Дэвид Доллар, Итин Хуан и Ян Яо

20 Неравенство во время пандемии COVID-19

Не все показатели являются равными, когда речь идет об оценке неравного воздействия пандемии

Франциско Х. Г. Феррейра

24 Ковидная паника?

Направленность политики Федеральной резервной системы США в период после пандемии вскроет факторы уязвимости в странах с формирующимся рынком, где для частного сектора характерен высокий уровень внешнего долга

Шебнем Калемли-Озджан

28 Страны с формирующимся рынком в процессе изменений

Махмуд Прадан обсуждает перспективы этой группы стран с Ричардом Хаусом и Дэвидом Лубиным

31 От потока к наводнению

Потоковое видео предоставляет странам с формирующимся рынком возможность распространения контента на национальном уровне и по всему миру

Адам Бехсуди



А ТАКЖЕ В ЭТОМ НОМЕРЕ

40 Валютное объединение

Валютный союз, охватывающий всю Западную Африку, обещает выгоды, но на пути к его созданию существует множество препятствий

Эсвар Прасад и Вера Сонгве

44 Уравнение неравенства

Центральным банкам следует лучше распространять информацию о распределительных эффектах денежно-кредитной политики

Нина Будина, Кьяра Фратто, Дениз Иган и Элен Гуарсон

50 Гражданство на продажу

Программы выдачи паспортов в обмен на инвестиции сопряжены с рисками для финансовой добросовестности, которые требуют сдерживания

Франсиска Фернандо, Джонатан Памполина и Робин Сайкс

53 Что мы должны друг другу

Нам необходим новый общественный договор, соответствующий XXI веку

Минуш Шафик

58 Военные расходы в эпоху после пандемии

Усилия стран по укреплению мира на планете могут иметь положительный экономический эффект

Бенедикт Клементс, Санджив Гупта и Саида Хамидова



РУБРИКИ

34 Люди в экономике

Инклюзивный новатор

Питер Дж. Уокер представляет **Рохини Панде** из Йельского университета, работа которой посвящена тому, как более качественные институты могут сделать жизнь более справедливой

38 На передовой

Интересы людей во главу угла

Тревор Мануэль, дольше всех занимавший пост министра финансов Южной Африки, размышляет о потерянном десятилетии в этой стране и финансировании принимаемых в Африке мер в ответ на COVID-19

48 Возвращение к основам

Риск и рентабельность: стремление к более высокой доходности

Снижение нормы прибыли вынуждает инвесторов идти на риск, что может стать причиной экономической и финансовой нестабильности

Джей Сурти

56 Представьте себе

Дилемма с созданием рабочих мест

Для обеспечения достаточного уровня занятости в странах с формирующимся рынком потребуется существенное ускорение экономического роста

63 Книжное обозрение

The Spirit of Green: The Economics of Collisions and Contagions in a Crowded World, Уильям Нордхаус

Rebellion, Rascals, and Revenue: Tax Follies and Wisdom through the Ages? Майкл Кин и Джоэл Слемрод

The Profit Paradox: How Thriving Firms Threaten the Future of Work, Ян Экхаут





Следующий ход

МЫ ПОСВЯТИЛИ ЭТОТ ВЫПУСК обсуждению пути, который предстоит пройти странам с формирующимся рынком, — так часто именуют страны, занимающие промежуточное положение между странами с развитой экономикой и странами с низким доходом. Ввиду их возрастающей системной значимости эта группа стран служит одной из опор глобальной стабильности. Тем не менее, проводя углубленный анализ и определяя их характеристики, мы обнаруживаем широкое разнообразие стран, различающихся по размеру и темпам роста, имеющих разные перспективы и приоритеты и решающих разные задачи.

Некоторые страны, например Китай, смогли быстро выйти из текущего кризиса. Другие еще многие годы будут преодолевать последствия пандемии.

В контексте восстановления экономики, происходящего разными темпами, — внутри стран и по секторам, по возрастным и гендерным группам и уровням квалификации — в этом номере рассматривается ряд тем, общих для стран с формирующимся рынком. Рупа Дуттагупта и Чейла Пазарбашогу из МВФ предлагают анализ, уделяя особое внимание проблемам долга, компромиссам в экономической политике и приоритетам для достижения более уверенного роста. Два ведущих инвестора, Ричард Хаус и Дэвид Лубин рассматривают динамику активов стран с формирующимся рынком во время пандемии и почему они, скорее всего, смогут избежать системных кризисов, подобных имевшим место в 1980-х и 1990-х годах. Шейбнем Калемли-Озджан, напротив, видит наибольшую вероятность неспокойной ситуации на рынках в связи с повышением процентных ставок США. Франсиско Феррейра показывает, что влияние пандемии на неравенство может проявляться неожиданным образом, в зависимости от способов его измерения. А Джим О'Нил, 20 лет назад придумавший аббревиатуру БРИК, заново рассматривает расходящиеся траектории развития Бразилии, России, Индии и Китая.

Этот кризис оставит после себя шрамы, но было бы неверно считать, что впереди нас ждут одни невзгоды. Страны с формирующимся рынком могут не только восстановить с трудом завоеванные экономические достижения, но и добиться лучших результатов, чем до пандемии. Это потребует хорошо продуманных мер экономической политики и экономических стратегий для улучшения доступа к здравоохранению и образованию, поддержки и переподготовки тех, кто потерял работу, и укрепления государственных инвестиций в экологичные проекты и цифровую инфраструктуру. Цель состоит в том, чтобы строить более инклюзивную экономику на благо всех, обеспечивая при этом макроэкономическую стабильность.

Как в шахматах, каждый ход лидеров и разработчиков политики имеет последствия. Важно выбрать правильные ходы. **ФР**

ГИТА БХАТТ, главный редактор



НА ОБЛОЖКЕ

На обложке нашего журнала за июнь Даниэль Гарсия Арт изображает борьбу стран с формирующимся рынком с пандемией COVID-19, рыночную нестабильность и призрак растущего долга в виде шахматной игры. Подобно тому, как пешек можно «продвигать» правильными ходами, эти страны могут преодолевать проблемы с помощью правильной политики.

ГЛАВНЫЙ РЕДАКТОР

Гита Бхатт

РУКОВОДЯЩИЙ РЕДАКТОР

Морин Берк

СТАРШИЕ РЕДАКТОРЫ

Андреас Адриано

Аналиса Бала

Адам Бехсуди

Питер Уокер

РЕДАКТОР ИНТЕРНЕТ-МАТЕРИАЛОВ

Рахим Канани

РЕДАКТОР ОНЛАЙН-ВЕРСИИ

Лиджун Ли

МЕНЕДЖЕР ПО ПРОИЗВОДСТВУ

Мелинда Уир

КОРРЕКТОР

Люси Моралес

СОВЕТНИКИ РЕДАКТОРА

Бернардин Аkitоби

Селин Аллард

Стивен Барнетт

Николета Батини

Хельге Бергер

Эра Дабла-Норрис

Рупа Дуттагупта

Мам Асту Дюф

Дениз Иган

Пол Кашин

Махван Куреши

Альфредо Куэвас

Кристиан Мамсен

Инджи Откер

Катриона Пурфилд

Ума Рамакришнан

Мартин Чига

ИЗДАНИЕ НА РУССКОМ ЯЗЫКЕ

подготовлено Службой переводов МВФ

РЕДАКТОР

Александра Акчурина

© 2021 Международный валютный фонд. Все права защищены. Для получения разрешения на перепечатку статей Ф&Р заполните форму онлайн (www.imf.org/external/terms.htm) или обратитесь по электронной почте в copyright@imf.org. Разрешение на перепечатку статей в коммерческих целях можно также получить за номинальную плату в Copyright Clearance Center (www.copyright.com).

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

Услуги подписчикам, изменение адреса и заявки на рекламу:

IMF Publication Services

Finance & Development

P.O. Box 92780

Washington, DC, 20090, USA

Телефон: (202) 623-7430

Факс: (202) 623-7201

Эл. почта: publications@imf.org

Postmaster: send changes of address to *Finance & Development*, International Monetary Fund, PO Box 92780, Washington, DC, 20090, USA.

The English edition is printed at Dartmouth Printing Company, Hanover, NH.

Finance & Development is published quarterly by the International Monetary Fund, 700 19th Street NW, Washington DC 20431, in English, Arabic, Chinese, French, Russian, and Spanish. Russian edition ISSN 1020-8151



ЭКОНОМИЧЕСКИЙ ОБЗОР МВФ

Научно-исследовательский журнал МВФ

Исследования высокого качества,
прошедшие экспертную оценку,
по макроэкономическим вопросам
в открытой экономике и смежным областям



- Статьи таких ведущих ученых, как Пол Кругман, Оливье Бланшар, Вирал Ачарья, Шин Хён-Сон, Стэнли Фишер, и других
- Влиятельные ученые и политики во всем мире
- Освещение важнейших экономических проблем современности

Для получения бесплатных экземпляров, информации по подписке и рекомендаций по представлению авторов посетите сайт: www.palgrave.com/journal/41308

ISSN: 2041-4161; EISSN: 2041-417X

Five-year Impact Factor: 2.658

ДОЛГГИЙ пути

Страны с формирующимся рынком должны гармонично сочетать преодоление пандемии, возвращение к более стандартным мерам политики и переустройство своей экономики

Рупа Дуттагупта и Чейла Пазарбашолу



Поскольку пандемия COVID-19 продолжается уже второй год, растут опасения относительно того, насколько хорошо с ней справятся страны с формирующимся рынком. До сих пор они гибко реагировали на экономические последствия пандемии беспрецедентными программами экстренной помощи наиболее пострадавшим секторам и домашним хозяйствам. После короткого периода финансовой напряженности в марте 2020 года большинство стран с формирующимся рынком смогло вернуться на мировые финансовые рынки и выпустить новые долговые инструменты для удовлетворения своих потребностей в финансировании. Однако в условиях оживления мировой экономики, при котором одни страны восстанавливаются быстрее, чем другие, и существует высокая неопределенность в отношении развития пандемии, волатильность на рынках, скорее всего, возрастет. Это станет проверкой способности директивных органов стран с формирующимся рынком ориентироваться в меняющихся ландшафтах, находить стратегические компромиссы и обеспечивать устойчивое восстановление экономики.

Группа стран с формирующимся рынком очень разнородная и не поддается единому описанию. Несмотря на отсутствие формального определения, в целом страны с формирующимся рынком идентифицируются на основе таких характеристик, как устойчивый доступ к рынку, прогресс в достижении среднего уровня доходов и более высокая значимость для мировой экономики (см. вставку). Вместе с тем эти страны не похожи друг на друга, а различие между странами с формирующимся рынком и другими развивающимися странами также весьма неопределенно.

С начала века страны с формирующимся рынком добились значительных успехов в укреплении своей макроэкономической политики, что помогло им увеличить доходы на душу населения в сред-

нем более чем в два раза. В денежно-кредитной политике 65 процентов стран, которые мы отнесли к странам с формирующимся рынком, применяется перспективный режим инфляционного таргетирования, и в большинстве из них инфляция снизилась и стабилизировалась. В некоторых странах динамика государственных финансов определяется бюджетными правилами. После финансовых кризисов 1990-х годов многие страны провели масштабные реформы банковского сектора. В 2008–2009 годах мировой финансовый кризис замедлил этот прогресс, но не помешал ему.

Хорошие экономические результаты

Эти экономические результаты помогли директивным органам стран с формирующимся рынком принять решительные меры во время пандемии, при этом не подорвав доверие рынка. Меры по облегчению экономического положения включали в себя увеличение государственных расходов, поддержку ликвидности компаний и банков, предоставление банкам возможности использовать буферные резервы капитала в целях поддержки кредитования, а также программы приобретения активов центральными банками для стабилизации внутренних рынков. Низкая внутренняя инфляция и смягчение денежно-кредитной политики в странах с развитой экономикой также дали возможность центральным банкам стран с формирующимся рынком существенно понизить внутренние директивные ставки. После начала пандемии во многих странах с формирующимся рынком увеличились сбережения домашних хозяйств. Большая часть внутренних сбережений была направлена



на финансирование государственного сектора, снижая потребность во внешних заимствованиях, что в сочетании с сокращением объема частных инвестиций удержало под контролем дефицит счета текущих операций.

Однако некоторые меры, например, прямое монетарное финансирование дефицита бюджета или временное замораживание выплат по кредитам, создают новые риски. Директивные органы отстаивали их в качестве временных инструментов по снижению огромной нагрузки на экономику. В одних странах рост бюджетных дефицитов также увеличил размер уже находящегося на повышенном уровне суверенного долга. В других высокий уровень задолженности корпоративного сектора, в том числе государственных предприятий, и нехеджированные валютные риски по долгу корпораций создают непредвиденные бюджетные риски в случае проблем в корпоративном секторе. Увеличение государственных долговых обязательств в авуарах отечественных банков также усиливает связь между состоянием государства и банковской системы.

Пандемия еще далека от завершения, поэтому сейчас слишком рано говорить о том, какие меры оказались эффективными. В 2020 году экономическая активность в большинстве стран с формирующимся рынком резко сократилась. Однако, как показывают оценки, приведенные в апрельском выпуске доклада МВФ «Перспективы развития мировой экономики» 2021 года, в отсутствие мер политики, принятых во всем мире, в том числе в странах с развитой экономикой и странах с формирующимся рынком, сокращение мирового ВВП было бы в три раза сильнее.

Различные ответные меры

Различные траектории восстановления в странах с формирующимся рынком говорят о различиях в их экономическом положении и ответных мерах политики. Экономика тех из них, которым удалось сдержать распространение вируса или вакцинировать население (например, Китая и Объединенных Арабских Эмиратов) восстанавливается быстрее. Страны, обладающие обширными бюджетными резервами, доступом к рынку или и тем, и другим, смогли реализовать более широкие меры бюджетной поддержки (например, Польша и Филиппины). Авторитет центрального банка позволил некоторым странам понизить директивные ставки до рекордно низких уровней и прибегнуть к нетрадиционным мерам денежно-кредитной политики без серьезного давления на обменный курс (Fratto et al., 2021). Страны с формирующимся рынком, имеющие макроэкономические дисбалансы или повышенный уровень долговой нагрузки, по-прежнему стоят перед трудным выбором между поддержкой восстановления экономики и сокращением дисбалансов (к их числу относятся Аргентина, Египет и Турция).

Дальнейший путь может оказаться несколько тернистым. В связи с угрозами, исходящими от новых штаммов COVID-19, странам придется взвесить множество компромиссов между неуклонными усилиями по сокращению распространения вируса, которые, скорее всего, потребуют сохранения экономической поддержки домашних хозяйств и компаний, и нормализацией

мер политики и восстановлением экономической устойчивости. Обеспечение достаточного количества вакцин является лишь первым шагом. Необходимо искусно управлять волатильностью на финансовых рынках на фоне роста долгосрочных ставок в США, особенно странам с большими потребностями во внешнем финансировании. А политическая и социальная поддержка будут иметь центральное значение для реализации структурных реформ. Существует ряд областей, требующих принятия мер экономической политики, хотя приоритетные задачи будут различаться в каждой конкретной стране.

Обеспечение адресной поддержки корпоративного сектора.

Когда кризис в сфере здравоохранения удастся взять под контроль, страны должны начать переход от массовых экстренных мер антикризисной поддержки к адресной поддержке жизнеспособных компаний и в итоге допустить переход к экономическому росту за счет частного сектора. Насколько быстро это удастся реализовать будет зависеть от связи между экономическим ростом и занятостью в корпоративном секторе, а также от того, располагает ли страна экономическими возможностями для поддержки жизнеспособных компаний в течение достаточно долгого времени, чтобы они смогли преодолеть вызванные пандемией проблемы. Насколько оперативно это произойдет будет зависеть от прочности институтов рынка труда, систем социальной защиты, надзора за банковской системой, а также процедур урегулирования неплатежеспособности для плавного перераспределения ресурсов. Как отмечается в апрельском выпуске «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности» МВФ 2021 года, провести различия между ликвидностью и платежеспособностью предприятий будет непросто. Некоторые компании в странах с формирующимся рынком к началу кризиса уже имели повышенные уровни задолженности, и последствия проблем в корпоративном секторе для экономики в целом требуют более тщательной оценки.

Несмотря на то что перед странами с развитой экономикой стоят похожие задачи, последующие компромиссы, скорее всего, будут более острыми для стран с формирующимся рынком, поскольку они обычно чаще сталкиваются с введением бюджетных ограничений. Страны с формирующимся рынком также, как правило, полагают более слабыми основами по урегулированию банкротств компаний. В связи с этим необходимо разработать меры по снижению как рисков чрезмерного количества ликвидаций, которые могут привести к волне банкротств, так и рисков появления нежизнеспособных компаний, которые могут функционировать при избыточной кредитной поддержке, но не могут инвестировать в новые виды деятельности (Pazarbasioglu and Garcia Mora, 2020). Прошлый опыт (например, Польши в 1992 году, Мексики в 1994 году, многих стран Юго-Восточной Азии в 1997–1998 годах и Турции в 2001 году) показывает, что успешные стратегии включают в себя своевременные проверки качества активов, а также сочетание внесудебного урегулирования проблемы долга, облегчения долговой нагрузки и выбытия необслуживаемых активов (Araujo et al., готовится к публикации).



Что такое страна с формирующимся рынком?

Официальное определение страны с формирующимся рынком отсутствует. В докладе МВФ «Перспективы развития мировой экономики» 39 государств отнесены к категории «стран с развитой экономикой» на основе таких факторов, как высокий уровень доходов на душу населения, диверсифицированный экспорт товаров и услуг, а также более высокий уровень интеграции в мировую финансовую систему. Остальные страны относятся к категории «стран с формирующимся рынком и развивающихся стран». Из них 40 государств рассматриваются в докладе МВФ «Бюджетный вестник» как «страны с формирующимся рынком и средним доходом» ввиду их более высокого уровня доходов на душу населения.

Уровень доходов не является единственной характеристикой страны с формирующимся рынком. Большинство из них — это государства с уверенным ростом и стабильной экономикой, которые могут производить товары с высокой добавленной стоимостью и приближены к странам с развитой экономикой не только с точки зрения доходов, но и с точки зрения участия в мировой торговле и интеграции в финансовые рынки. Для определения страны с формирующимся рынком мы учитывали:

- Системное присутствие. Размер экономики страны (номинальный ВВП), ее населения и доли экспорта в мировой торговле.
- Доступ к рынку. Доля внешнего долга страны в мировом внешнем долге, а также его включение в мировые индексы, которые используются крупными международными институциональными инвесторами, частота и объем выпуска международных облигаций.
- Уровень дохода. ВВП страны на душу населения в номинальных долларах США.

Мы выводим оценку по каждой стране, не относящейся к странам с развитой экономикой, с использованием пяти взвешенных переменных:

- 0,40×номинальный ВВП+
- 0,15×население+
- 0,15×ВВП на душу населения+
- 0,15×доля в мировой торговле+
- 0,15×доля в мировом внешнем долге

Если в 2010–2020 годах страна входила по данному показателю в первую двадцатку, ей присваивается по этой переменной значение 1. В противном случае ей присваивается значение ноль. Итоговый балл рассчитывается как взвешенная сумма отдельных оценок. В соответствии с данным подходом к группе стран с формирующимся рынком относятся следующие государства (в алфавитном порядке): Аргентина, Бразилия, Венгрия, Египет, Индия, Индонезия, Иран, Китай, Колумбия, Малайзия, Мексика, Объединенные Арабские Эмираты, Польша, Россия, Саудовская Аравия, Таиланд, Турция, Филиппины, Чили и Южная Африка. Две страны были исключены: Нигерия ввиду ее включения в категорию стран с низким доходом (имеющих право на финансирование через Трастовый фонд на цели сокращения бедности и содействия экономическому росту МВФ) в рассматриваемый период выборки (2010–2020 годы) и Катар, поскольку численность его населения составляет менее 5 миллионов.

На долю этих 20 стран с формирующимся рынком приходится 34 процента мирового номинального ВВП в долларах США и 46 процентов по паритету покупательной способности. Эти страны также учитываются в широко используемых индексах для стран с формирующимся рынком, например, индексах J.P. Morgan, Morgan Stanley Capital International и Bloomberg.

ФРАНЦИСКО АРИЗАЛА — экономист, **ДИ ЯН** — исследователь-аналитик в Департаменте по вопросам стратегии, политики и анализа МВФ.

Поскольку банковское финансирование распространено в странах с формирующимся рынком более широко, чем рыночное финансирование, проблемы корпоративного сектора могут отразиться на финансовой стабильности, если после пандемии банкам придется отразить в учете рост потерь по кредитам. В целях повышения прозрачности в некоторых случаях могут понадобиться проверки качества банковских активов, особенно учитывая, что во время кризиса были ослаблены меры регулирования. Риски также увеличиваются в связи с ростом теневого (или небанковского) финансирования сектора предприятий и домашних хозяйств в некоторых странах с формирующимся рынком, поскольку небанковский сектор в значительной степени является нерегулируемым. Таким образом, в долгосрочной перспективе приоритетной задачей является проектирование более надежных систем урегулирования задолженности и несостоятельности, а также разработка так называемых макрофинансовых инструментов для мониторинга рисков от небанковского финансового сектора для экономики в целом.

Обеспечение сбалансированного и устойчивого экономического роста, приводящего к созданию большого количества

рабочих мест. После непосредственного восстановления экономики важным шагом на пути к долгосрочной экономической стабильности является повышение производительности и уменьшение долгосрочного ущерба от кризиса для инвестиций, занятости, человеческого капитала (вследствие потерь в сфере образования) и устойчивости финансовой системы. Структурные реформы могут оказать существенное благотворное влияние на рост в долгосрочной перспективе, если они будут надлежащим образом разработаны и реализованы в правильной последовательности (Dival and Furgeri, 2019). К числу некоторых приоритетных задач относятся:

- проведение ориентированных на рынок реформ, в том числе государственных предприятий (например, в Индии, Китае и Мексике),
- укрепление систем социальной защиты (например, в Китае и Чили),
- устранение дефицита инфраструктуры (например, в Индонезии и на Филиппинах),
- реформирование пенсионного обеспечения, рынка товаров, рынка труда и системы управления во многих странах.

Рисунок 1

Среды индексов облигаций стран с формирующимся рынком

Инвесторы обычно дифференцированно подходят к долговым инструментам разных стран с формирующимся рынком.

(В базисных пунктах)



Источник: Bloomberg Finance L.P.

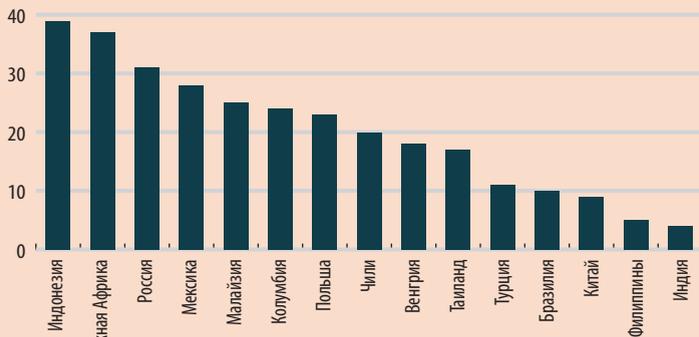
Примечание. Иран и Таиланд не включены в выборку ввиду недоступности данных. По Объединенным Арабским Эмиратам и Саудовской Аравии данные по индексу облигаций стран с формирующимся рынком за 2018 год отсутствуют. Страны с формирующимся рынком с высоким уровнем долга определяются как страны, в которых валовой государственный долг превышает медианные значения.

Рисунок 2

Кто держатель долговых обязательств?

Когда держателями значительной доли внутреннего долга являются иностранцы, внутренний финансовый рынок становится основным каналом передачи внешних финансовых шоков.

(Внутренние долговые инструменты в аварах нерезидентов в процентах от совокупного внутреннего долга, 2019 год)



Источник: Arslanalp, S., and T. Tsuda. 2014. "Tracking Global Demand for Emerging Market Sovereign Debt." IMF Working Paper 14/29.

Важное значение для обеспечения социальной поддержки популярных реформ также имеет четкое представление информации о целях экономической политики, в том числе мерах по защите наиболее уязвимых групп населения.

Сейчас также самое подходящее время, чтобы построить в странах с формирующимся рынком более сильную экономику, чем до пандемии, с помощью шагов к созданию улучшенного и более равного доступа к здравоохранению и образованию, укреплению общественной инфраструктуры и профессиональной переподготовке работников, уволенных из-за пандемии. Также необходимо повышать устойчивость к изменению климата и стимулировать переход в цифровую форму для обеспечения всеобъемлющего роста. COVID-19 обернулся потерей большего числа человеческих жизней в странах со слабыми системами здравоохранения и соци-

альной защиты. Он вызвал большие экономические потери в секторах сферы услуг и среди неквалифицированной рабочей силы, молодежи и женщин. Для обеспечения устойчивого восстановления, при котором никто не останется позади, необходимо сдерживать рост неравенства и бедности. Сокращение неформального сектора, который составляет от одной четверти до одной трети экономики большинства стран с формирующимся рынком (Medina and Schneider, 2019), позволит большему числу людей воспользоваться преимуществами более высоких зарплат и мер перераспределения.

Некоторые страны пользуются этими возможностями: в странах Азии за счет цифровизации повышается эффективность производства, коммуникаций и инклюзивность государственных операций (Gaspar and Rhee, 2018). Индонезия решает проблему угрозы обезлесения с помощью программы устойчивого землепользования. Некоторые страны с формирующимся рынком, например, Малайзия, укрепляют системы финансового регулирования в целях повышения эффективности мониторинга рисков переходного периода и управления ими по мере перехода к сокращению углеродного следа своей экономики.

Восстановление макроэкономической устойчивости. Кризис стал болезненным напоминанием о важности обеспечения здоровья экономики в спокойное время. Скоро странам с формирующимся рынком потребуются начать восстановление бюджетных, внешних и макрофинансовых резервов, чтобы подготовиться к следующему кризису. Это подразумевает возобновление действия бюджетных правил и возвращение к стандартам финансового регулирования, от которых пришлось отказаться на время пандемии, а также воссоздание международных резервов в случае их сокращения. Приоритетные задачи будут различаться и должны будут решаться без нанесения ущерба перспективам роста: за счет увеличения налогового потенциала для покрытия расходов на государственные услуги в случае слабых систем социальной защиты, принятия шагов по снижению задолженности и накопления долга (бюджетной консолидации) в случае высокой долговой нагрузки на государство, а также ужесточения мер макроprudенциальной политики в отношении финансовых организаций в случае повышенных рисков для финансовой стабильности.

Правительствам многих стран с формирующимся рынком придется находить оптимальное соотношение различных целей, таких как увеличение расходов на государственные инвестиции и социальное обеспечение и возобновление бюджетной консолидации для поддержания динамики государственного долга на устойчивой нисходящей траектории. В среднем в странах с формирующимся рынком уровень государственного и внешнего долга существенно повысился, достигнув в 2020 году 59 и 44 процентов ВВП соответственно, а валовые потребности в финансировании, согласно прогнозам, останутся в 2020–2021 годах на уровне выше 10 процентов. Несмотря на то что низкие процентные ставки в мире удерживают стоимость обслуживания долга на приемлемом уровне, не следует ожидать, что стоимость внешних заимствований останется низкой на неопределенный период. Инвесторы обычно дифференцированно подходят к долговым инструментам

разных стран с формирующимся рынком (см. рис. 1). Даже если долговые обязательства принимаются в национальной валюте, ввиду значительной доли внутреннего долга в авуарах иностранных держателей внутренний финансовый рынок становится основным каналом передачи внешних финансовых шоков (см. рис. 2). Устойчиво высокий уровень долга и валовых потребностей в финансировании, скорее всего, затруднит стратегический компромисс и подвергнет страны с формирующимся рынком опасности резких изменений в склонности инвесторов к риску.

Как отмечено в апрельском выпуске доклада МВФ «Бюджетный вестник» 2021 года, увеличение налоговых поступлений позволит директивным органам повысить качество государственных услуг, не повышая уровень долговой нагрузки. Налоговые поступления в странах с формирующимся рынком действительно составляют в среднем менее 20 процентов ВВП по сравнению с более чем 25 процентами в странах с развитой экономикой. Правительства стран с формирующимся рынком также, как правило, расходуют большую часть бюджетных доходов на уплату процентов.

В условиях после пандемии возможности выбора экономической политики сократились. Ввиду увеличения бюджетных дефицитов и долга, повышения потребностей в финансировании и сокращения возможностей для снижения внутренних процентных ставок необходима более эффективная интеграция мер экономической политики для достижения наилучших результатов для экономического роста и стабильности с сохранением при этом автономии бюджетных, денежно-кредитных и регулирующих органов. Например, там, где инфляционное давление снижено, денежно-кредитная политика по-прежнему может быть направлена на поддержание внутреннего спроса даже после сворачивания бюджетной поддержки.

Также должны быть урегулированы другие компромиссы в вопросах экономической политики, поскольку разные темпы восстановления вызывают напряженность на рынке. Несмотря на то что гибкий обменный курс, как правило, смягчает внешние шоки, при некоторых условиях эффект может быть противоположным. Например, вследствие ослабления национальной валюты может увеличиться величина обязательств, номинированных в иностранной валюте, что еще больше усилит напряженность на рынке. Если денежно-кредитная политика не пользуется полным доверием, снижение курса валюты может создать инфляционное давление. Опасения, связанные с управлением финансовой волатильностью, имеют первоочередное значение для многих разработчиков экономической политики в странах с формирующимся рынком и являются основным пунктом в работе МВФ над целостным подходом к политике.

Восстановление экономической устойчивости

Прошлые кризисы показывают, что директивные органы стран с формирующимся рынком могут преодолеть негативные шоки и восстановить устойчивость экономики. Более того, прогнозируется, что в среднесрочной перспективе в большинстве стран с формирующимся рынком сохранится уверенный экономический рост. Однако совместные усилия мирового сообщества критически важны

для достижения странами с формирующимся рынком их потенциальных темпов экономического роста и обеспечения крайне необходимой динамики мировой экономической активности, торговли, инвестиций и финансов.

Во-первых, *страны с формирующимся рынком должны вернуть обретенную с большим трудом макроэкономическую устойчивость*, как сделали после финансовых кризисов 1990-х и начала 2000-х годов, а также мирового финансового кризиса, начавшегося в 2008 году. Ввиду различных темпов восстановления экономики после пандемии страны с формирующимся рынком также должны учиться друг у друга наиболее эффективным способам управления рисками и поддержания устойчивости. Это важно не только для стран с формирующимся рынком. В силу своей растущей системной значимости в мировой экономике сильное сообщество стран с формирующимся рынком также будет способствовать глобальной стабильности.

Во-вторых, *ведущие страны с развитой экономикой должны внести свой вклад*. Важное значение имеют многостороннее сотрудничество по вопросам свободной торговли, поставок вакцин и налогов, обязательства по предоставлению долларовой ликвидности при возобновлении финансовой напряженности и совместные действия по борьбе с изменением климата. Некоторым странам с формирующимся рынком понадобится финансовая поддержка для осуществления инвестиций в восстановление более сильной экономики без усугубления проблемы изменения климата.

В-третьих, *глобальные институты развития и финансовые институты должны дополнять работу друг друга*. Для МВФ это означает работать в рамках своих основных обязанностей: проводить диалог и консультации по вопросам экономической политики, оказывать финансовую поддержку, в том числе с помощью превентивных линий финансирования, и развивать потенциал, — выступая в качестве объединяющей платформы для обмена опытом между странами и используя соответствующие наработки других международных организаций в целях оказания помощи наиболее динамичным государствам-членам в восстановлении их экономик в период после пандемии. **ФР**

РУПА ДУТТАГУПТА — заместитель директора, **ЧЕЙЛА ПАЗАРБАШОЛУ** — директор Департамента по вопросам стратегии, политики и анализа, МВФ.

Литература

- Araujo, J., J. Garrido, E. Kopp, R. Varghese, and Y. Weijia. Forthcoming. "Corporate Debt Resolution in the Time of COVID-19." IMF Departmental Paper, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Duval, R., and D. Furceri. 2019. "How to Reignite Growth in Emerging Market and Developing Economies." IMFBlog, October 9.
- Fratto, C., B. Harnoys Vannier, B. Mircheva, D. de Padua, and H. Poirson. 2021. "Unconventional Monetary Policies in Emerging Markets and Frontier Countries." IMF Working Paper 21/14, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Gaspar, V., and C. Y. Rhee. 2018. "The Digital Accelerator: Revving Up Government in Asia." IMFBlog, September 26.
- Medina, L., and F. Schneider. 2019. "Shedding Light on the Shadow Economy: A Global Database and the Interaction with the Official One." CESifo Working Paper 7981, Munich Society for the Promotion of Economic Research.
- Pazarbasioglu C., and A. Garcia Mora. 2020. "Strengthen Insolvency Frameworks to Save Firms and Boost Economic Recovery." World Bank Blog, May 18.

Формирующаяся экономика все еще формируется?

Спустя два десятилетия БРИК по-прежнему имеет обещающие перспективы

Джим О'Нил

ФОТО ЛЮБЕЗНО ПРЕДОСТАВЛЕНО ДЖИММ О'НИЛОМ



НЕ СЛУЧИСЬ ПАНДЕМИИ COVID-19, рост ВВП за последнее десятилетие составил бы примерно 3,6 процента, что лишь немногим ниже результата за 2000–2009 годы — 3,7 процента. Это неплохой показатель, учитывая все проблемы, с которыми пришлось столкнуться, и он расходится с настроениями, преобладавшими накануне пандемии. Действительно, эти десятилетия были отмечены более активным экономическим ростом, чем 1980-е и 1990-е годы, — рост в каждое из этих десятилетий составлял примерно 3,3 процента. В результате сотни миллионов людей смогли подняться над чертой абсолютной бедности. Отчасти это произошло благодаря чуду экономического роста, прежде всего в странах с так называемыми формирующимися рынками, среди которых мне особенно приятно отметить лидирующую роль стран БРИК.

В 2021 году исполняется 20 лет аббревиатуре «БРИК», которую я ввел в употребление, желая обозначить вероятное восхождение на экономической арене Бразилии, России, Индии и Китая и последствия их роста для управления мировой экономикой. Чего же можно ожидать от формирующихся рынков до конца 2021 года и в последующий период?

Еще раз к вопросу о странах БРИК

В моей первой статье «Мир нуждается в странах БРИК с более эффективной экономической структурой» я пытался прежде всего обосновать необходимость изменения основы управления мировой экономикой, а отнюдь не неизбежный будущий рост этих стран.

В последующих статьях я описал, какой вид мир *мог бы* принять в том крайне маловероятном случае, если бы исследуемые нами страны достигли своего потенциала. Мы пришли к определению этого потенциала при помощи стандартной макроэкономической методологии, согласно которой реальный экономический рост определяется двумя переменными: размером трудовых ресурсов страны и производительностью экономики. Исходя из численности населения этих стран, сопутствующего размера трудовых ресурсов и потенциала для наращивания производительности, не представляло большой сложности продемонстрировать, что потенциальные темпы роста в странах БРИК были выше, чем в большинстве стран с развитой экономикой. Но наш анализ *не предусматривал* показать неуклонный рост во всех этих странах в соответствии с их потенциалом. Откровенно говоря, это нереалистично и совершенно не то, что мы хотели сказать.

В этом контексте второе десятилетие XXI века весьма заметно отличалось от первого, которое для всех четырех стран оказалось даже более успешным, чем в сценариях, которые я сформулировал в 2001 году. Хотя в последние годы Индия явно не оправдывает ожидания, в целом она развивается в соответствии с намеченной нами динамикой. Между тем в случае Бразилии и России результаты экономической деятельности в 2010–2020 годах оказались совершенно неудовлетворительными, что иногда наводило меня на мысль, что, возможно, группу стран «БРИК» правильнее было бы называть «ИК». Как Бразилия, так и Россия пострадали от хорошо известного явления, называемого сырьевым проклятием, и, судя по всему, находятся в чрезмерной зависимости от мирового товарного цикла, что мешает их устойчивому развитию. Между этими странами есть существенные различия, но и в том, и в другом случае необходимо диверсифицировать экономику за счет отхода от сырьевых товаров и усиления роли частного сектора.

В отличие от этого неубывающий напор китайской экономики свидетельствует о том, что ее потенциал реализуется в полной мере. ВВП Китая, достигший более 14 триллионов долларов (по состоянию на 2019 год), в два с лишним раза превышает совокупный ВВП остальных стран БРИК. Огромные масштабы Китая означают, что экономика стран БРИК, взятых вместе, теперь опережает по размеру Европейский союз и приближается к США.

Назад в будущее

Хотя темпы роста реального ВВП Китая замедлятся с 2021 года, учитывая растущие масштабы демографичес-

ких проблем, это не помешает ему обогнать США и стать крупнейшей экономикой мира. Чтобы мир в целом рос более быстрыми темпами, страны с благоприятной демографической ситуацией должны повысить свою производительность.

Добиться темпов мирового роста реального ВВП на уровне 4 процентов представляется очень сложной задачей — даже достичь 3,7 процента последних двух десятилетий может оказаться не так просто. Обеспечение необходимого роста будут определять четыре фактора: производительность в развитых странах; как скоро замедлится тенденция роста в Китае; успех Индии; и, что особенно важно, появятся ли на этой арене другие многонаселенные страны с формирующимся рынком. Удастся ли Вьетнаму, Индонезии, Мексике, Нигерии и подобным им странам приблизиться к своему долгосрочному потенциалу? Если это произойдет, представляется более вероятным, что рост реального ВВП в мире повторит результаты предыдущего десятилетия.

Разумеется, быстрое восстановление в период, непосредственно следующий за COVID-19, зависит почти исключительно от разработки и распространения вакцин и методов лечения, направленных на искоренение пандемии. Я полагаю, что мультипликативный эффект в результате поступления от доноров необходимых 20–30 миллиардов долларов будет таков, что эта помощь явится наиболее очевидным выбором экономического стимула, с которым приходилось иметь дело какому-либо поколению, и превзойдет потенциальные выгоды стимула 2008–2009 годов.

МВФ должен взять на себя активную роль, содействуя реализации этого стимула, и, наряду с новой направленностью на проблемы изменения климата, должен обратить внимание на системы здравоохранения, включив анализ расходов на охрану здоровья в работу по надзору. Согласование действий с министрами финансов в целях поддержки Инициативы по ускорению доступа к средствам для борьбы с COVID-19 (АСТ), являющейся результатом совместных усилий ведущих международных организаций здравоохранения — уже небольшой шаг вперед, но за ним должны последовать другие шаги.

Возглавив в свое время проводившийся правительством Великобритании независимый обзор устойчивости к противомикробным препаратам (УПП), я знаю, что существуют и другие угрозы здоровью, не менее опасные чем COVID-19. К 2050 году УПП может вызывать до 10 миллионов смертей ежегодно, что равнозначно упущенным экономическим возможностям, в совокупности достигающим 100 триллионов долларов. Некоторые наблюдатели с трудом принимают такие цифры, но из-за опыта пандемии мы уже знаем, что все это, к сожалению, стало реальностью. Попытки укрепить взаимосвязи между экономикой, финансами и здравоохранением должны занимать центральное место среди разрабатываемых концепций.

Решительнее и рациональнее

После COVID-19 страны с формирующимся рынком, особенно более крупные среди них, должны принять рациональные меры налогово-бюджетной политики, в которых приоритетное место будут занимать государственные инвестиции. Требуется иная основа для оценки реальной экономической структуры и специфики налогово-бюджетной политики. Более конкретно это означает, что пора по-настоящему разграничить государственные расходы на инвестиции и на потребление; в первом случае, вероятно, будет иметь место положительный мультипликативный эффект, и с точки зрения учета эти расходы следует рассматривать иначе, чем государственные расходы на потребление. Такие инвестиции необходимы для решения проблем, связанных с изменением климата и будущими факторами угрозы здоровью. Достижение потенциала роста странами с формирующимся рынком зависит от этих инвестиций, которые, возможно, более важны для экономического роста, чем финансовые условия.

Основа для более рациональной налогово-бюджетной политики почти вне всяких сомнений потребует более развитых внутренних финансовых систем. Это осложняется продолжающейся зависимостью от денежной системы, основанной на долларе США. Несмотря на в целом плавное, но неуклонное относительное сокращение доли экономики США в мире, денежная система, основанная на долларе, сохраняет в общих чертах ту же доминирующую роль, что и в 1982 году, когда я только начинал свою финансовую карьеру. Это означает, что мировой экономике предстоит пережить циклические встряски денежно-кредитной политики ФРС, ее последствия для США и обусловленные ими финансовые условия в глобальном масштабе. По мере ужесточения политики ФРС ужесточаются в целом и финансовые условия для формирующихся рынков, причем нередко это хаотичный процесс. Когда ФРС ослабляет свою политику, происходит обратное.

Выход из этой ситуации существует, и когда-нибудь это изменение произойдет. Денежно-кредитная система должна развиваться, чтобы в большей степени отражать меняющуюся динамику в мире, и до тех пор пока этого не произойдет, обеспечение способности стран с формирующимся рынком реализовать свой потенциал роста будет оставаться сложной задачей, хотя, возможно, и не столь сложной, как другие внутренние инициативы, например, в области здравоохранения и образования.

Многие страны с формирующимся рынком должны действовать более решительно и рационально в этих вопросах, и МВФ, конечно же, будет готов оказать им помощь. **ФР**

ДЖИМ О'НИЛ является руководителем института Чатем-Хаус и бывшим председателем совета директоров Goldman Sachs Assets Management.



Конец строки

Грядущий суперцикл цен на нефть, вероятно, будет последним

Рабах Аречки и Пер Магнус Нисвеен

Пандемия и ожесточенная ценовая конкуренция привели в 2020 году к обвалу цен на нефть, но сейчас они снова повышаются. Есть признаки того, что формируется новый суперцикл цен на нефть, — продолжительный период, когда цены превышают уровень своего долгосрочного тренда, — движущими силами которого являются *повсеместно отмечающиеся случаи дефицита поставок* вследствие недостатка инвестиций, сохранявшегося со времени спада цен на нефть в 2014 году, а в последнее время также уменьшения инвестиций в добычу нефти из сланцевых месторождений и *повышение спроса*, обусловленное активным подъемом в таких странах, как Китай, крупным пакетом экономических стимулов в США и оптимизмом в отношении вакцин во всем мире.

Некоторые из этих факторов содержат стойкие компоненты, и, вероятно, будут с избытком компенсировать любое давление в сторону уменьшения потребления, которое становится частью новой нормы после COVID-19.

Тем не менее этот суперцикл в случае нефти может оказаться последним, поскольку крупнейшие страны демонстрируют намерение отойти от использования ископаемого топлива, а производители серийных автомобилей отвечают на это принятием обязательств заменить в среднесрочной перспективе автомобили с двигателями внутреннего сгорания на электрические. Этот сдвиг вызовет трансформацию рынка нефти в соответствии с целями в области климата, но он создает риск неупорядоченной коррекции в странах, зависящих от нефти. Масштабные последствия этой коррекции в некоторых случаях могут выходить за границы этих стран.

Дефицит инвестиций в нефтяной сфере

Даже при относительно низких ценах на нефть компании, занимающиеся разведкой и добычей нефти, имеют высокие показатели рентабельности. В то же время, вероятно, признавая менее оптимистичные перспективы будущего, они уменьшили свои инвестиции. Производство на нефтяных месторождениях и количество скважин сокращаются, и запасы истощаются быстрыми темпами. Сокращение капиталовложений и уровня замены старых месторождений нефти новыми продолжается с 2014 года.

Спад инвестиций усугубился вследствие COVID-19. Напротив, производство сланцевой нефти (которая имеет более короткий производственный цикл и потому сильнее реагирует на изменения инвестиций) в настоящее время увеличивается на полмиллиона баррелей в год по сравнению с двумя миллионами баррелей в год до начала пандемии. Хотя объявленный администрацией Байдена запрет на бурение на федеральных землях в США не окажет существенного влияния на добычу сланцевой нефти, он свидетельствует о сдвиге в отношении федерального правительства к нефтяной отрасли.

Производители сланцевой нефти заняли заметно более осторожную позицию по вопросу инвестиций. Вследствие этого

их деятельность будет приносить положительные денежные потоки — ранее денежные потоки направлялись в состав расходов на капиталовложения. Это сокращение инвестиций снизит роль сланцевой нефти в качестве стабилизатора производства и создает условия для формирования суперцикла цен. С другой стороны, Организация стран — экспортеров нефти, вероятно, увеличит производство для противодействия этому давлению в сторону повышения цен.

Полемика в отношении пика спроса

Некоторые обозреватели и крупнейшие участники рынка нефти, включая BP и Shell, утверждают, что общемировой спрос на нефть достиг в 2019 году своего пика в размере примерно 100 млн баррелей в день и что он никогда более не вернется к этому уровню по причине структурных изменений, связанных с пандемией. Представляется, что в пользу этой точки зрения говорит резкое сокращение потребления нефти в сфере транспорта, в том числе авиационного топлива. Когда в марте 2020 года началась волна отмены планов авиаперелетов путешественниками, потребление авиационного топлива резко упало, и начало постепенно восстанавливаться только с началом смягчения ограничений на поездки.

Те, кто верят, что пик потребления уже пройден, тем не менее ожидают увеличения потребления бензина в середине 2021 года, несмотря на повышение цен вследствие неизбежного лага между увеличением добычи сырой нефти в ответ на рост спроса и увеличением производства продуктов нефтепереработки для удовлетворения этого спроса. Благодаря прогрессу в сфере вакцин и оптимизму в связи с близким снятием ограничений в мировой экономике ожидается дальнейшее повышение потребления нефти, но до уровня, который будет ниже достигнутого до пандемии, то есть фактически пика потребления нефти.

При этом сторонники взгляда, согласно которому спрос на нефть прошел свой пик, не учитывают структурного увеличения потребления, которое со временем компенсирует любой сдвиг вниз в результате COVID-19. Повышение уровня жизни и рост среднего класса в Китае и Индии приведут к увеличению спроса на личные автомобили и авиаперелеты. Поэтому даже при замедлении экономического роста переход больших масс людей через порог в уровне доходов, позволяющий им приобрести автомобиль, будет поддерживать спрос на поездки. В странах с формирующимся рынком, таких как Китай и Индия, переход на автомобили с электрическим приводом, вероятно, будет идти медленнее, чем в странах с развитой экономикой, учитывая неопределенность в отношении обеспечения станциями зарядки автомобилей. По большей части темпы введения электрических транспортных средств будут основным фактором, определяющим будущий спрос на нефть, поскольку на автомобильное топливо приходится половина мирового спроса на нефть.

Структурное увеличение спроса на нефть в сочетании со стойким сокращением производства в результате недостаточных инвестиций, вероятно, вызовет (и будет поддерживать в течение некоторого времени) суперцикл цен на нефть. Но приведет ли повышение цен на нефть к росту инвестиций и дальнейшему падению цен, как это отмечалось в прошлом?

Сдвиг в отрасли

Традиционные производители автомобилей все больше заменяют транспортные средства на базе двигателей внутреннего сгорания автомобилями с электроприводом.

Производитель автомобилей	Целевые показатели производства	Целевой год
Группа VW	30 процентов совокупных мировых продаж — электромобили	2030
Nissan	На электромобили приходится 100 процентов продаж на основных рынках	2030
Renault	30 процентов совокупных продаж транспортных средств — электромобили на базе аккумуляторных батарей, 35 процентов гибридные автомобили	2025
Toyota	5,5 млн — общемировой объем продаж электромобилей, из них не менее 1 млн — на базе аккумуляторных батарей, а остальные — иные виды электромобилей, включая гибридные	2030
GM	100 процентов общемировых продаж — автомобили с нулевыми выбросами	2035
Группа Hyundai-Kia	Кумулятивные продажи электромобилей на базе аккумуляторных батарей достигают 1 млн единиц	2025
Kia	На электромобили приходится 40 процентов общемировых продаж	2030
Ford	100 процентов продаж автомобилей в Европе — электромобили на базе аккумуляторных батарей	2030
Honda	Две трети общемировых продаж автомобилей — электромобили	2030
Daimler Group	Не менее 50 процентов совокупных продаж автомобилей — электромобили	2030
BMW	На электромобили приходится 30 процентов роста продаж от года к году	2020–2030
Volvo	100 процентов продаж новых автомобилей — полностью на электроприводе	2030
Mazda	5 процентов совокупных продаж — полностью на электроприводе, все новые автомобили должны иметь компонент электротяги	2030
Группа PSA	100 процентов автомобилей на электроприводе	2025

Источник: Rystad Energy.

Технологии и их последствия

На этот раз ситуация может развернуться по-другому вследствие технологических нововведений. Вероятно, новые технологии, лежащие в основе планов автомобилестроителей по замене автомобилей с двигателями внутреннего сгорания на автомобили с электроприводом, станут сдерживающим фактором для крупных инвестиций. Уровень рыночной капитализации производителя электромобилей Tesla указывает на неизбежность трансформации автомобильного рынка. Капитализация компании Tesla намного превосходит соответствующие показатели традиционных автомобилестроителей, несмотря на то что последние выпускают значительно больше автомобилей, чем Tesla. Этот разрыв подтолкнул традиционных производителей автомобилей к тому, чтобы взять на себя обязательства по замене транспортных средств на базе двигателей внутреннего сгорания автомобилями с электроприводом, что, в свою очередь, привело к огромным научно-исследовательским и опытно-конструкторским разработкам в сфере электромобилей со стороны производителей, стремящихся захватить доли этого нового рынка (см. таблицу).

Однако бурное наращивание производства транспортных средств с электроприводом также связано с риском. Это может привести к тому, что предложение превысит спрос — и следствием станут отрицательные денежные потоки, неликвидность и банкротства производителей автомобилей. Расчет автомобилестроителей опирается, с одной стороны, на обязательство органов государственного управления снизить до нуля чистые выбросы углерода, а с другой, — на веру в то, что потребители захотят перейти на более экологичные схемы потребления, учитывая, что на транспорт приходится примерно четверть связанных с энергией выбросов углекислого газа в мире. Но неясно, отдадут ли потребители предпочтение более экологичному потреблению только на словах или действительно изменят свое поведение. Станет ли более высокая плата за выбросы углерода менее значимой для потребителей, чем обеспокоенность отсутствием надежной инфраструктуры для зарядки автомобильных аккумуляторных батарей?

При этом массовое производство со временем сделает привлекательными цены на электромобили, и резкое повышение цен на нефть ускорит переход на автомобили с электроприводом. Этот последний суперцикл цен на нефть будет отвечать целям в области климата и связан с обязательствами крупных государств по достижению нулевых чистых выбросов углерода в среднесрочной перспективе. Однако при всей благоприятности такого развития событий для мирового климата оно связано с риском, что запасы нефти, на которые рассчитывают столь многие зависящие от нефти страны, станут менее ценными, особенно при высокой стоимости добычи этих запасов. Запасы и связанные с ними инвестиции по существу приобретают характер обесцененных активов. Это может вести к серьезным экономическим трудностям, в том числе банкротствам и кризисам, вызывая, в свою очередь, массовую миграцию, особенно из стран с многочисленным населением, многие из которых расположены в Африке. Другие более крупные зависящие от нефти страны на Ближнем Востоке, в Центральной Азии и Латинской Аме-

рике также являются значимыми источниками денежных переводов, занятости и внешнего спроса на товары и услуги, которыми пользуются многие соседние страны. Поэтому конец нефти может не только нанести разрушительный удар по зависящим от нее странам, но также поразить их соседей. В то же время это неплохие новости для стран, имеющих запасы минеральных ресурсов, которые важны для перехода на новые источники энергии. Сильно повысится спрос на кобальт, жизненно необходимый для автомобильных аккумуляторов. Ценным может также быть уран, поскольку в производстве электроэнергии наблюдается отход от использования ископаемого топлива, и атомная электроэнергия становится более привлекательной.

Поэтому окончание эпохи нефти ведет к настоящей необходимости экономической трансформации. Богатые нефтью страны должны диверсифицировать свою экономику, чтобы добиться большей устойчивости по отношению к изменениям на рынках энергоресурсов. Для содействия экономической диверсификации всегда была важна надлежащая система управления для регулирования потоков поступлений от нефти в благоприятной и неблагоприятной экономической ситуации. Но в условиях возникновения нового риска, связанного с обесценивающимися активами, срочно необходимы радикальные сдвиги в системе управления зависимых от нефти стран. Например, Дубай перед лицом истощения своих нефтяных запасов преобразовал себя во всемирный центр торговли. Странам и компаниям, находящимся в зависимости от этих рынков, необходимо разработать меры для проведения таких преобразований, в том числе в части разработки возобновляемых источников энергии. Чтобы положить конец закостенелости своих экономик, которая привела к низкой производительности и неэффективному расходованию ресурсов, богатым нефтью странам следует принять твердое решение о проведении реформ, которые уменьшат препятствия для нововведений и предпринимательства. Проведение реформ корпоративного управления и правовых систем, содействие развитию рынков без барьеров для входа и выхода, и устранение практики предоставления более благоприятного режима как для государственных предприятий, так и для имеющих политические связи частных компаний, будет способствовать привлечению инвестиций и изменению отношения к инновациям (Arezki, 2020). **ФР**

РАБАХ АРЕЦКИ — старший экономист Африканского банка развития и старший научный сотрудник Школы государственного управления им. Джона Ф. Кеннеди Гарвардского университета.
ПЕР МАГНУС НИСВЕЕН — старший партнер и начальник отдела анализа компании Rystad Energy.

Литература

Arezki, Rabah. 2020. "The Economics of Sustainability: Causes and Consequences of Energy Market Transformation." *Economics of Energy & Environmental Policy* 9 (2).



МИРОВОЕ ВЛИЯНИЕ, ВНУТРЕННЯЯ ХРУПКОСТЬ

Успех Китая в долгосрочной перспективе будет зависеть в первую очередь от решения внутренних проблем

Дэвид Доллар, Ипин Хуан и Ян Яо

В 2012 году китайское правительство поставило себе долгосрочную цель: к 2049 году, столетию со дня основания Народной Республики, превратить Китай в развитую и процветающую страну. С учетом его успехов с начала экономической реформы в 1978 году преобразование такого рода, безусловно, возможно. Однако его воплощение сопряжено с трудностями и ничем не гарантировано.

Китай сталкивается с серьезными внутренними проблемами, такими как старение населения, разрыв между городом и сельской местностью, слабо развитая финансовая система, недостаток инноваций и зависимость от источников энергии на основе углерода. Кроме того, во внешнеэкономических отношениях у Китая возникли споры с рядом основных партнеров, что привело к повышению торговых и инвестиционных барьеров с обеих сторон. В нашей книге «*Китай в 2049 году*» исследуются меры экономической политики, которые могут помочь стране в достижении этой амбициозной цели.

Старение населения

Пандемия COVID-19 служит напоминанием о том, что за период с сегодняшнего дня до 2049 года произойдет много непредсказуемых событий. Но одно





известно наверняка — население Китая будет быстро стареть. Общая рождаемость упала до 1,7 ребенка на одну женщину, что существенно ниже коэффициента замещения в 2,1. Этому снижению могла способствовать политика «одна семья — один ребенок», но ее смягчение не привело к появлению большего числа детей. Китай похож на многие другие густонаселенные страны Азии с высокой стоимостью жилья и образования, в которых многие пары предпочитают иметь одного ребенка или вовсе не заводить детей. Даже некоторое увеличение рождаемости не отразится на численности рабочей силы еще 20 лет.

Численность населения Китая, возможно, уже достигла максимального уровня. Еще важнее отметить, что население трудоспособного возраста уже начало сокращаться. Ожидается, что в следующие несколько десятков лет число пожилых людей значительно увеличится (см. рис. 1). Группа населения старше 65 лет увеличится более чем в два раза, достигнув к 2049 году 400 миллионов. Особенно примечательно, что число людей старше 85 лет увеличится более чем в три раза до 150 миллионов человек, превывсив численность их ровесников в США и Европе вместе взятых. Единственная категория людей трудоспособного возраста, численность которой увеличится, — от 55 до 64 лет.

Старение населения является как социальной, так и экономической проблемой. Забота о пожилых потребует выделения дополнительных ресурсов на здравоохранение, долгосрочный уход и дома престарелых. По традиции за пожилыми ухаживают их дети. Однако из-за сокращения состава семей многим старикам в итоге не на кого будет рассчитывать. С гуманитарной и экономической точки зрения имеет смысл распределить на общество издержки, которые прежде несли частные лица.

Пандемия COVID-19 обнаружила как сильные, так и слабые стороны системы здравоохранения Китая. Пандемию удалось взять под контроль за счет широкой экстренной мобилизации, при которой ограниченные ресурсы были направлены туда, где они больше всего необходимы. Однако многие китайцы сейчас чувствуют необходимость в укреплении системы здравоохранения и ее снабжении достаточными ресурсами. Это особенно актуально для сельских районов, где проживает много пожилых людей.

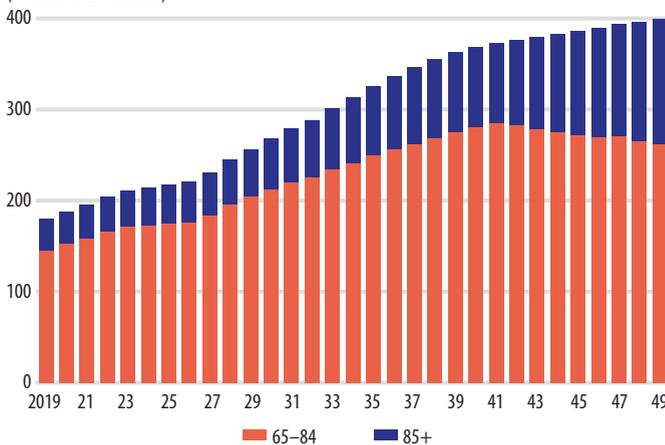
Несмотря на трудности снижение численности населения трудоспособного возраста не обязательно предвещает резкое сокращение рабочей силы — все зависит от того, что произойдет с экономической активностью населения. В частности, пенсионный возраст необходимо изменить и постепенно повысить: гражданские служащие-мужчины могут выходить на пенсию в 60 лет, а женщины — в 55. Многие лица старше 65 лет предпочитают продолжать работать, если позволяет состояние здоровья. Меры политики, направленные на поддержку семей, могут поддержать и расширить участие женщин в рабочей силе.

Рисунок 1

Старые постареют

В Китае ожидается рост численности населения старше 85 лет.

(В миллионах человек)



Источник: «Перспективы демографического развития Китая за 2018 год», Центр исследований в области демографии и развития Китая, Пекин.

Разрыв между городом и деревней

Сорок лет реформ и экономического роста в Китае совпали с устойчивой урбанизацией. Численность городского населения увеличивалась на 1 процентный пункт в год, с 20 процентов в начале реформы до 60 процентов в наши дни. Сюда входят и более 200 миллионов трудовых мигрантов в города, которые, в соответствии с системой прописки *хукоу*, по-прежнему зарегистрированы как сельские жители. Эта миграция стала важным источником повышения динамичности и роста продуктивности экономики. Однако мигранты сталкиваются с различными ограничениями. В случае увольнения при ухудшении экономической ситуации предполагается, что они должны вернуться в свои села. При переезде в города, где они не обладают полным доступом к социальным благам (образованию, здравоохранению, пенсионному обеспечению), мигрантам сложно перевезти с собой детей или родителей. В итоге семьи оказываются разделены: родители работают в городах, а старшее поколение занимается подсобным хозяйством и растит оставленных с ними детей.

Ограничения на прописку в городах постепенно снимаются, особенно в малых городах. В провинции Цзянси эти ограничения недавно были отменены. Однако в крупнейших центрах с наиболее высокой производительностью, например, Гуанчжоу и Шанхае, регулирование по-прежнему остается строгим. Несмотря на эту миграцию, соотношение доходов в городе и сельской местности стабильно увеличивалось. К 2007 году трудящиеся в городах зарабатывали в 3,14 раза

больше, чем в сельских районах — это один из наиболее высоких уровней неравенства между городом и деревней в мире (см. рис. 2). В Китае проживает примерно одна пятая мирового населения, но страна располагает лишь 7 процентами пахотных земель, вследствие чего 500 миллионам человек трудно жить в достатке за счет сельского хозяйства. Даже с учетом мигрантов из сельской местности в Китае низкий уровень урбанизации относительно дохода на душу населения и плотности населения в стране. На данном этапе развития уровень урбанизации быстрорастущих экономик стран Азии, например Южной Кореи, составлял примерно 80 процентов. Обнадеживает то, что за последнее десятилетие уровень неравенства снизился, но он по-прежнему остается высоким при зарплатах городских работников в 2,71 раза выше.

Китай мог бы выиграть от полного снятия ограничений на внутреннюю миграцию. С социальной точки зрения в составе сельского населения непропорционально преобладают дети и пожилые люди. В городах школы гораздо лучше, за счет чего будущие работники получают доступ к более качественному образованию. Хотя одни пожилые люди предпочитают остаться в сельских районах, другие, возможно, захотели бы перебраться в города, поближе к своим взрослым детям и качественной медицинской помощи. С экономической точки зрения в сельских регионах сохраняется избыточное предложение рабочей силы, и упрощение миграционной политики поможет поддержать трудовое население в городах.

Инновации и традиции

Интересный парадокс успеха Китая заключается в его быстром росте несмотря на недостаточно развитую финансовую систему.

Индекс «сдерживания развития финансовой сферы» (основанный на данных о структуре собственности банков, регулировании процентных ставок, вмешательстве в распределение кредитов и контроле за трансграничными потоками капитала) показывает, что Китай, как и Индия, характеризуется одним из наиболее высоких показателей сдерживания из числа крупнейших экономик. Развитие финансового сектора сдерживается в стране несколько сильнее, чем в России и Южной Африке, а уровень либерализации значительно ниже, чем в странах с развитой экономикой. Находившаяся практически под полным контролем государства до 1980-х годов китайская финансовая система примерно к 2000 году достигла больших успехов в либерализации, но с тех пор ее развитие приостановилось.

Одним из объяснений этого является то, что первоначальные шаги в сторону либерализации оказались достаточными для решения непосредственной задачи по направлению крупных сбережений страны в ориентированную на экспорт обрабатывающую промышленность и жилищную сферу. Умеренное сдерживание развития финансовой сферы может быть полезным на данном этапе развития, чтобы обеспечить сохранение стоимости капитала на относительно низком уровне. В обоих этих секторах кредитование зависит от материального залогового обеспечения (собственности, зданий, оборудования), поэтому выделение средств не представляет трудностей. За экспорт в Китае в основном отвечают частные компании, а не государственные предприятия. Строительство объектов недвижимости и домовладение также относится к частной сфере. Таким образом, политика по стимулированию экспорта и сферы недвижимости косвенно являлась политикой по направлению ресурсов в частный сектор.

Период между вступлением страны во Всемирную торговую организацию в 2001 году и мировым финансовым кризисом в 2008 году стал золотым веком экономического роста Китая. Кредитование росло быстрыми темпами, но рост ВВП был достаточным, чтобы сохранить такие показатели, как отношение долга нефинансовых корпораций к ВВП, на стабильном уровне. Все изменилось в 2008 году. В целях поддержания спроса накануне глобального шока Китай осуществлял крупные инвестиции в инфраструктуру путем кредитования местных органов государственного управления и добывающих секторов, например сталелитейного, в котором, как правило, преобладает государство.

В то же время центральное правительство решило направить больше ресурсов в основные государственные предприятия в надежде помочь им занять ведущие позиции в мире. Всплеск кредитования местных органов государственного управления и государственных предприятий вызвал рост общей задолженности в экономике вызывающими тревогу темпами, показывая, что финансовая система не справляется в новых условиях. Если бы профинансированные инвестиции обеспечили прочные эффекты роста, отношение долга к ВВП оставалось бы стабильным или росло более медленными тем-

Рисунок 2

Разница в доходах

Трудящиеся в городах зарабатывают почти в три раза больше, чем работники в сельской местности.

(Коэффициент)



Источник: Национальное бюро статистики Китая.

Примечание. Коэффициент показывает, насколько выше уровень доходов и потребления городских работников по сравнению с сельскими.

пами. Быстрое увеличение коэффициента заемных средств говорит о финансировании некачественных инвестиций.

В последние годы о слабом распределении капитала также говорит замедление совокупной факторной производительности, через которую оценивается рост производительности, не объясняемый увеличением трудовых ресурсов или капитала. В начале 2000-х годов в результате значительных прямых инвестиций, которые помогли сформировать отечественную частную обрабатывающую промышленность, совокупная факторная производительность росла на 2,6 процента в год, ускоряясь до внушительных 3,9 процента в конце прошлого десятилетия. После мирового финансового кризиса эти показатели так и не восстановились, с 2015 года по 2019 год рост составлял всего 0,2 процента в год.

Застой в производительности говорит о том, что Китаю необходимо больше инноваций и диверсифицированная финансовая система для их поддержки. Китай располагает многими составляющими для инноваций: крупным внутренним рынком, высоким уровнем расходов (2,4 процента ВВП) на научно-исследовательские и опытно-конструкторские разработки, миллионами ученых, инженеров и разработчиков программного обеспечения, ежегодно оканчивающих высшие учебные заведения, а также постепенно совершенствующейся системой защиты интеллектуальной собственности. Тем не менее инноваций появляется недостаточно. В некоторых областях наблюдается значительный технический прогресс, например, в сфере финансовых технологий и искусственного интеллекта, но рост производительности в экономике в целом слабый. Государство по-прежнему направляет множество ресурсов в собственные предприятия, однако большинство патентов получают частные компании.

Финансовая система лучше справляется с финансированием компаний с традиционными активами (зданиями, оборудованием), чем динамичных молодых компаний, построенных на интеллектуальной собственности. При корректировке своего плана на следующие пять лет Китаю следует сосредоточиться на укреплении экосистемы инноваций, в том числе ее финансирования, а не поддержке определенных отраслей и технологий. Инновации станут ключом к достижению целей страны в сфере защиты окружающей среды, особенно чистого нулевого уровня выбросов к 2060 году.

Расширение торговли и инвестиций

Способность Китая догнать страны с развитой экономикой по уровню ВВП на душу населения зависит от дальнейшей интеграции в международную торговлю и инвестиции. Страна проделала путь от фактического самообеспечения до крупнейшей в мире торговой нации и с прошлого года крупнейшего получателя прямых иностранных инвестиций. Однако в настоящее время международная ситуация сложная. Возникла негативная динамика, при которой планы Китая обеспечить себе лидерство в определенных технологиях вызывают беспокойство его партнеров, которые, в свою очередь, налагают торго-

вые и инвестиционные ограничения на китайские технологические компании. Есть опасность, что Китай начнет ориентироваться на внутренний рынок в соответствии со своей программой «двойной циркуляции», в которой упор делается на внутренний спрос и национальные инновации. Технологический разрыв нанесет ущерб не только Китаю, но и росту производительности в мире в целом.

Противоположной тенденцией является недавнее присоединение Китая к основным экономическим соглашениям, например, о всестороннем региональном экономическом партнерстве со странами Азиатско-Тихоокеанского региона и всестороннему соглашению об инвестициях с Европейским союзом. Китай также начал диалог с государствами-членами Транстихоокеанского партнерства о будущем вступлении, для которого потребуются проведение значительных реформ, например, установление ограничений для государственных предприятий и субсидий и открытие новых секторов для иностранных инвестиций. Китай также пытается наладить отношения с администрацией Байдена в вопросах снижения торговых и инвестиционных барьеров между двумя странами.

Успех или провал будет прежде всего зависеть от урегулирования Китаем его внутренних проблем.

В заключение следует отметить, что Китай переживает поворотный момент в своих внешнеэкономических отношениях. Стране имеет смысл продолжать открывать свою экономику и вести переговоры по торговым и инвестиционным соглашениям во всех направлениях. Однако успех или провал будет прежде всего зависеть от урегулирования его внутренних проблем. Старение населения и разрыв между городом и деревней взаимосвязаны: расширение интеграции может помочь удовлетворить потребности растущего пожилого населения и предотвратить неоправданно резкое снижение рабочей силы в городах. Реформа финансовой системы и политика инноваций также взаимосвязаны. Для перехода от целевой промышленной политики к более широкой поддержке инноваций требуется диверсифицированная конкурентоспособная финансовая система, которая больше не благоприятствует государственным предприятиям. Инновации станут ключом к сокращению выбросов углерода без нарушения производительности и снижения уровня жизни. **ФР**

ДЭВИД ДОЛЛАР — старший научный сотрудник в Центре по Китаю им. Джона Л. Торнтон Института Брукингса;

ИПИН ХУАН — профессор экономики и финансов кафедры им. Цзиньгуана в Национальной школе развития и директор Института цифровых финансов в Пекинском университете;

ЯН ЯО — стипендиат Cheung-Kong и профессор кафедры гуманитарных наук в Китайском центре экономических исследований и Национальной школе развития в Пекинском университете.

Мальчик обучается дома в штате Герреро, Мексика, в условиях пандемии COVID-19.

НЕРАВЕНСТВО во время пандемии COVID-19

Не все показатели являются равными, когда речь идет об оценке неравного воздействия пандемии

Франциско Х. Г. Феррейра

Серьезное воздействие пандемии COVID-19 отчетливо видно в цифрах: число смертей превысило 3,1 млн и продолжает расти, 120 млн человек оказалось за чертой крайней бедности, и наступила масштабная глобальная рецессия. Сейчас, когда страдания и бедность растут, по некоторым данным, возрастает еще одна крайность — богатство миллиардеров.

В условиях роста как крайней бедности, так и богатства миллиардеров влияние пандемии на неравенство может представляться очевидным. Реальная ситуация не так проста, как можно подумать.

Известно, что неравенство представляет собой понятие, относительно которого трудно делать одно-

значные утверждения. Неравенство чего? Доходов домашних хозяйств или ВВП на душу населения? Или даже самих уровней смертности между разными группами? Неравенство среди кого? Следует ли его рассматривать на уровне отдельных людей? Домашних хозяйств? Стран? Даже когда распределение точно указано, так что мы ясно понимаем, что распределено и между кем, однозначные выводы относительно направления изменения неравенства, как правило, зависят от того, какая часть распределения вас больше всего интересует. Разные показатели неравенства, такие как коэффициент Джини, индекс Тейла и доля доходов богатейших членов общества, чувствительны к разным частям распределения

и в принципе могут по-разному ранжировать неравенство до и после пандемии. Ясность относительно того, какое неравенство измеряется, имеет большое значение для оценки неравного воздействия пандемии.

Сначала рассмотрим глобальное распределение самой смертности от COVID-19. Используя концепцию лет жизни, утраченных из-за заболевания (оцениваемых с помощью возраста в момент смерти и оставшейся ожидаемой продолжительности жизни в этом возрасте), мы обнаруживаем, что бремя смертности, связанное с пандемией, *положительно* коррелирует с национальным доходом на душу населения, несмотря на существующие в богатых странах превосходные системы здравоохранения и профилактики заболеваний среди населения (Ferreira et al., 2021). На рисунке отображено число лет жизни, утраченных из-за пандемии, на 100 000 жителей в соотношении с ВВП на душу населения в случае 145 стран с использованием логарифмических шкал на обеих осях (см. рисунок на следующей странице).

При том что в случае каждого уровня доходов существуют огромные расхождения (например, бремя смертности в Бразилии, скорректированное с учетом численности населения, в 1000 раз больше, чем в Таиланде), тем не менее имеет место весьма очевидная положительная ассоциативная связь. Более богатые страны несут более крупные потери лет жизни на душу населения, чем более бедные страны. Ошибка измерения, вероятно, существенна в условиях, когда очевидно, что ряд бедных стран, таких как Бурунди и Танзания, предоставляет неполные данные по числу смертей, но ассоциативная связь столь прочна, что вряд ли является ложной. Она отражает, в частности, более пожилой возрастной состав населения более богатых стран и заболевание, летальность которого весьма избирательна с точки зрения возраста. Определенную роль, вероятно, также играет более высокая продолжительность жизни, большая степень урбанизации и распространение пандемии по основным торговым путям.

Исследование неравенства доходов

Что можно сказать о распределении *доходов*, а не смертности? Как изменилось неравенство доходов в мире во время пандемии? Глобальное неравенство доходов можно понимать по крайней мере тремя способами. Первым является рассмотрение вопроса о том, что происходило во время пандемии COVID-19 с распределением ВВП на душу населения между странами — Бранко Миланович назвал это Концепцией глобального неравенства 1. В одном из недавних документов лауреат Нобелевской премии Ангус Дитон показывает, что в 2020 году более богатые страны также испытывали в среднем *более значительное* сокращение экономики, чем более бедные страны (Deaton, 2021). И хотя сам по себе этот результат необязательно означает сокращение неравенства между странами, оказывается, что в 2020 году фактическая динамика снижений доходов действительно вела к *сокращению* (невзвешенного) неравенства между странами, независимо от того, измеряется ли неравенство коэффициентом Джини,

индексом Тейла или коэффициентом изменчивости. Это является продолжением тенденции, наблюдавшейся с начала тысячелетия, когда глобальное неравенство, согласно Концепции 1, начало снижаться, в значительной степени в связи с усилением роли Китая и Индии. Но Дитон указывает, что пандемия, возможно, *ускорила* это сокращение.

В этих расчетах единицей измерения выступают страны, и поэтому Люксембург имеет такой же вес, как Китай. В качестве альтернативы можно задаться вопросом о том, что происходило во время пандемии COVID с распределением ВВП на душу населения между странами *в случае, когда они являются взвешенными по численности населения*. Такой подход аналогичен измерению неравенства в условиях воображаемого распределения всех индивидумов в мире, при котором всем людям присваивается ВВП на душу населения их стран — это Концепция глобального неравенства 2 Милановича.

Известно, что неравенство представляет собой понятие, относительно которого трудно делать однозначные утверждения.

Когда различия в ВВП на душу населения являются взвешенными по численности населения, неравенство между странами в 2020 году *увеличивалось*, что, как указывает Дитон, может объясняться пандемией. В частности, это может объясняться резким сокращением экономики Индии, которая серьезно пострадала с точки зрения как смертности, так и экономических показателей еще до масштабной второй волны 2021 года. Хотя положительные темпы роста (и значительно меньшее число смертей) Китая помогают нейтрализовать спад в Индии, сейчас Китай находится слишком близко к средним глобальным доходам, чтобы полностью компенсировать экономические потери Индии. При исключении Индии из расчетов неравенство, согласно Концепции 2, продолжает сокращаться, как оно сокращалось с 1990-х годов. Посредством Индии пандемия *действительно* способствовала перелому наблюдавшейся ранее динамики сокращения взвешенного неравенства между странами.

Безусловно, доходы людей внутри любой страны далеко не одинаковы. Под Концепцией глобального неравенства 3 понимается неравенство между всеми людьми в мире при присвоении им их *собственных* доходов. Это, пожалуй, наиболее интересная из трех концепций глобального неравенства Милановича, и это единственная концепция, в которой учитывается неравенство *внутри* стран. Для многих «надежащих» показателей неравенства эта Концепция неравенства 3 представляет собой всего лишь сумму (соответствующим образом взвешенного) неравенства внутри стран и Концепции неравенства 2 между странами.

Поскольку в 2020 году неравенство, согласно Концепции 2, как представляется, увеличилось, достаточно, чтобы «среднее» неравенство внутри стран также возросло, чтобы можно было сделать вывод о том, что во время пандемии глобальное неравенство между индивидуумами усиливается, что соответствует подозрениям большинства людей. К сожалению, слишком рано говорить, так это или нет: данные по индивидуальным доходам поступают из обследований домашних хозяйств и административных источников, которые за 2020 год пока просто отсутствуют. В случае большинства стран данные по неравенству доходов внутри стран будут известны только как минимум через год, а обычно позднее.

Пока же, несомненно, кажется реалистичным, что неравенство внутри многих стран возрастает, ввиду данных о росте бедности и повышении доходов миллиардеров. Имеются веские причины предполагать, что пандемия как породила новые факторы неравенства, так и усугубила исходные разрывы в доходах внутри стран. Существуют данные из многих стран за продолжительное время о том, что люди, выходящие на рынок труда во время серьезной рецессии, получают более низкие доходы, чем непосредственно предшествующие им и следующие

за ними когорты, и что эти расхождения сохраняются на протяжении многих лет. Вызвав масштабную мировую рецессию, пандемия COVID-19, несомненно, породила новые факторы неравенства между когортами молодежи.

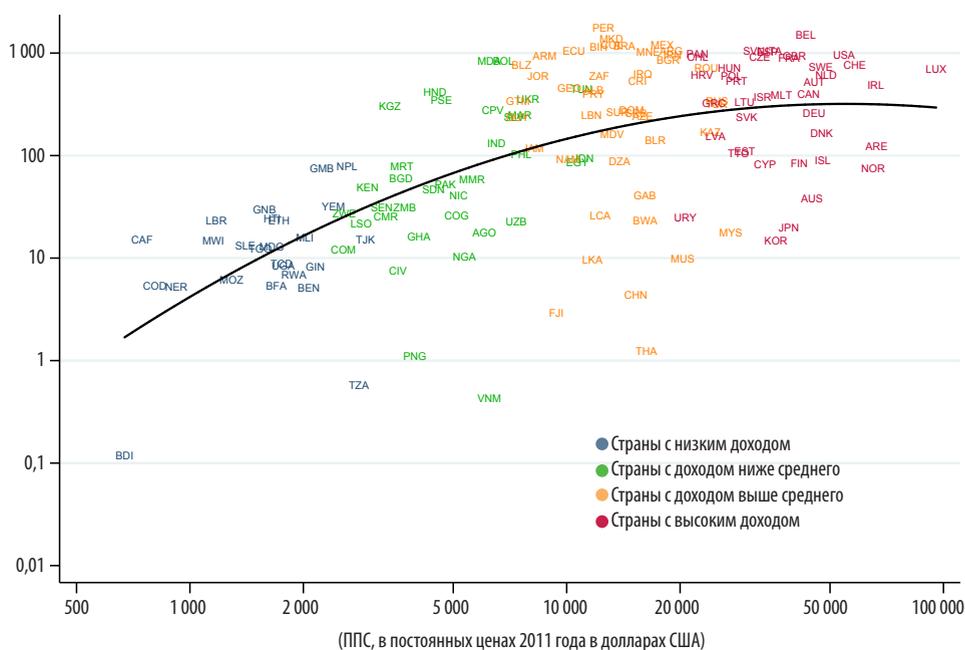
Исходные условия

Пандемия также усугубила исходные факторы неравенства на рынке труда, главным образом из-за того, что способность работать дистанционно тесно коррелирует с образованием и, следовательно, с доходами до пандемии. Невзирая на все разговоры о «жизненно важных работниках» и о том, что мы все «в одной лодке», суровая реальность состоит в том, что от потерь работы и доходов, вероятно, больше всего страдают более низкоквалифицированные и не имеющие образования работники. Данные на раннем этапе как из государственных, так и из частных крупных источников данных в США, кажется, это подтверждают, хотя существуют интересные нюансы, которые мы не имеем возможности рассмотреть здесь. В развивающихся странах те же движущие силы рынка труда, возможно, резко ускоряются существованием неформального сектора: когда неквалифицированный труд является преимущественно неофициальным, эти работники не имеют доступа к программам предоставления отпуска без

Богатство и здоровье

Невзирая на свои преимущества, более богатые страны несут более высокие потери лет жизни вследствие пандемии, чем многие более бедные страны.

(Лет жизни на 100 000 человек)



Источник: Ferreira et al. (2021).

Примечание. Сокращения названий стран представляют собой коды стран, принятые Международной организацией по стандартизации (ИСО). ППС = паритет покупательной способности.

сохранения заработной платы и страхованию на случай безработицы. В текущем году сотни миллионов таких работников ежедневно сталкивались с весьма суровым выбором: остаться в безопасности дома или подвергнуть себя угрозе заражения вирусом, чтобы прокормить семью.

Ввиду исходных расовых и гендерных расхождений в области занятости усугубление этих факторов неравенства на рынке труда, вероятно, также ведет к возникновению еще больших расовых и гендерных различий во многих странах. Наряду с этим в условиях, когда на женщин ложится несопоставимо большее бремя дополнительного времени, требуемого для ухода за детьми и работы по дому, особенно велика вероятность того, что гендерное неравенство доходов еще более возросло.

Немаловажную роль в создании неравенства во время пандемии, вероятно, также играют рынки капитала, особенно крупнейших стран. В ответ на повсеместный обвал экономики в марте и апреле 2020 года основные центральные банки мира еще более смягчили денежно-кредитную политику и произвели вливания огромных объемов ликвидности в финансовые рынки. Хотя эта дополнительная ликвидность пока не привела к инфляции цен на товары, она, несомненно, помогает сохранять цены на активы на высоком уровне. Это основная причина, по которой фондовые рынки пережили подъем, тогда как лежащая в их основе экономика стран была в упадке. Эти меры денежно-кредитной политики имели благие намерения и, вероятно, помогают предотвратить банкротства и сохранить рабочие места. Тем не менее они завысили стоимость активов, которыми владеют в основном богатые люди, и во многом имеют отношение к общему росту доходов миллиардеров. Владение акциями Amazon и Zoom было не единственным способом обогащения в этот период.

Социальные трансферты

Тем не менее, невзирая на эти многочисленные причины, по которым можно предполагать, что пандемия увеличивает неравенство доходов внутри стран, по-прежнему нельзя с уверенностью сказать, насколько общими являются эти увеличения неравенства. Например, появляются данные из некоторых (казалось бы) неожиданных уголков мира о том, что ответные меры политики в сфере социальной защиты, такие как адресные трансферты доходов малоимущим и уязвимым работникам, весьма действенны. Работа, проведенная на раннем этапе авторитетным аналитическим центром IPEA в Бразилии, указывает на то, что щедрые трансферты «для оказания экстренной поддержки» в Бразилии помогли *сократить* как бедность, так и неравенство в период с мая по сентябрь 2020 года, несмотря на крайне неудачное реагирование этой страны на чрезвычайную ситуацию в здравоохранении. Аналогичные утверждения делаются в отношении пяти европейских стран: Германии, Испании, Италии, Франции и Швеции (Clark, D'Ambrosio, Lepinteur, 2020).

Вывод состоит в том, что последствия пандемии для неравенства доходов внутри стран будут достоверно известны, только когда станут доступны надежные данные из административных источников и обследований домашних хозяйств. До получения таких данных предварительные позитивные известия о том, что трансферты доходов могут служить действенной ответной мерой, по крайней мере в краткосрочной перспективе, должны побуждать страны действовать. Но требуется больше действий: возможно, самым коварным новым видом неравенства, порожденным пандемией, является неравенство между детьми, которые в течение прошлого года были в состоянии продолжить свое образование (в очной форме или в режиме онлайн), и детьми, не имеющими такой возможности из-за ненадлежащих коммуникаций или более слабых, более бедных школ. Учащиеся последней категории часто подвержены высокому риску существенного отставания в обучении и даже его полного прекращения. Вызванное этими расхождениями неравенство в сфере обучения и образования столь же серьезно, сколь и повсеместно, и по мере того как эти дети будут вливаться в рабочую силу, последствия этого неравенства, вероятно, будут ощущаться в последующие десятилетия.

Общая картина, вырисовывающаяся из этих соображений, на настоящий момент отражает сокращение разрывов в доходах между странами (в случаях, когда они не являются взвешенными по численности населения) и, предположительно и ориентировочно, увеличение разрывов внутри стран в среднем. Ввиду приведенной динамики в сфере образования и на рынке труда последние разрывы вполне могут сохраняться на протяжении более чем одного поколения. Более того, в настоящее время представляется реалистичной ситуация, при которой в 2021 году вполне может возрасти невзвешенное неравенство между странами, в случае если неравное распределение вакцинации позволит таким странам, как США, Соединенное Королевство и части развитой Азии, восстановиться намного быстрее, чем Индии, Латинской Америке и значительной части Африки. **ФР**

ФРАНЦИСКО Х. Г. ФЕРРЕЙРА — профессор кафедры исследований по вопросам неравенства имени Амартии Сена, директор Международного института по вопросам неравенства Лондонской школы экономики.

Литература

Clark, Andrew, Conchita D'Ambrosio, and Anthony Lepinteur. 2020. "The Fall in Income Inequality during COVID-19 in Five European Countries." ECINEQ Working Paper 2020-565, Society for the Study of Economic Inequality, Palma de Mallorca, Spain.

Deaton, Angus. 2021. "COVID-19 and Global Income Inequality." NBER Working Paper 28392, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.

Ferreira, Francisco, Olivier Sterck, Daniel Mahler, and Benoît Decerf. 2021. "Death and Destitution: The Global Distribution of Welfare Losses from the COVID-19 Pandemic." *LSE Public Policy Review* 1(4), 2.



КОВИДНАЯ ПАНИКА?

Направленность политики Федеральной резервной системы США в период после пандемии вскроет факторы уязвимости в странах с формирующимся рынком, где для частного сектора характерен высокий уровень внешнего долга

Шебнем Калемли-Озджан

Пандемия пока не привела к полномасштабному кризису задолженности в странах с формирующимся рынком, но существенные риски остаются.

Нынешняя ситуация, возможно, представляет собой лишь «иллюзию» стабильности во многом благодаря тому, что денежно-кредитная политика США благоприятно сказывается на условиях внешнего финансирования для стран с формирующимся рынком. Ослабив доллар, предоставив своповые кредитные линии и снизив стоимость внешнего долларового финансирования для стран с формирующимся рынком, денежно-кредитная политика США поддерживает приток капитала в эти страны. Благодаря своему влиянию на оценку риска мировыми инвесторами денежно-кредитная политика США всегда была главной детерминантой притока и оттока капитала в странах с формирующимся рынком. Начнется ли в этих странах кризис, когда процентные ставки в США наконец пойдут вверх? Это будет зависеть от трех ключевых моментов:

- влияния денежно-кредитной политики США на потоки капитала в странах с формирующимся рынком, которое

варьируется от страны к стране с учетом специфических для них рисков;

- валютной и отраслевой структуры внешнего долга этих стран — в основном это долларовые заимствования частного сектора, — сложившейся к началу пандемии;
- ограниченных бюджетных возможностей стран с формирующимся рынком, которым для борьбы с пандемией приходится постоянно осуществлять государственные заимствования на внутреннем и внешнем рынках.

Денежно-кредитная политика США

Исторически суверенные заимствования играют существенную роль в странах с формирующимся рынком. Начиная с 1980-х годов в литературе высказывается точка зрения, что разница между процентными ставками по ценным бумагам Казначейства США и ставками по государственным облигациям стран с формирующимся рынком влияет на спрос на долговые инструменты стран с формирующимся рынком. Однако в последнее время эта тесная связь начала ослабевать.

На рис. 1 показано, что после мирового финансового кризиса наблюдается значительное снижение корреляции между потоками капитала и дифференциалами директивных ставок, которые напрямую влияют на ставки по краткосрочным государственным облигациям. Причина в том, что с начала 2000-х гораздо более серьезным компонентом внешних заимствований, производимых странами с формирующимся рынком, стали потоки частного капитала, такие как трансграничные банковские потоки и корпоративные займы и облигации. На потоки частного капитала в большей степени влияет то, как частные инвесторы оценивают риски, связанные с конкретной страной, нежели дифференциалы процентных ставок по гособлигациям. Безусловно, государственные потоки, особенно в местной валюте, также чувствительны к глобальному восприятию рисков. Таким образом, политика США влияет как на частные, так и государственные притоки и оттоки капитала в странах с формирующимся рынком. Обратим внимание на то, что тенденции потоков могут быть разнонаправленными. Так, если процентные ставки в США снизятся, а восприятие риска глобальными инвесторами усилится, в странах с формирующимся рынком может наблюдаться приток государственного капитала и отток частного капитала.

Беспрецедентные действия Федеральной резервной системы привели к возврату первоначального оттока в размере 100 миллиардов долларов, наблюдавшегося в странах с формирующимся рынком с января по май 2020 года в связи с сокращением инвесторами своих портфелей государственных и частных ценных бумаг (таких как акции и облигации). Шаги ФРС помогли не только снизить стоимость заимствований для стран с формирующимся рынком, но и ослабить неприятие риска в мировом масштабе, что, в свою очередь, стимулировало приток частного капитала в страны с формирующимся рынком во втором полугодии 2020-го при более низкой премии за риск таких инвестиций. При этом ситуация с потоками капитала в странах с формирующимся рынком была неоднородной и зависела от успешности их мер по борьбе с пандемией (Çakmaklı et al., 2020; ДГФС МВФ, апрель 2020). Как показывает опыт прошлых изменений денежно-кредитной политики США (Kalemli-Özcan, 2019), такую неоднородность можно было ожидать. Реакция стран с формирующимся рынком на курс политики ФРС варьируется в зависимости от специфического риска для каждой отдельной страны, который непосредственно связан с тем, как она справляется с пандемией.

Это все хорошие новости, но, поскольку у нас нет поступающих в режиме реального времени данных о платежном балансе, чтобы отслеживать *общий* объем потоков капитала, мы можем составить неполное представление о потенциальной реакции потоков капитала на COVID-19 и на денежно-кредитную политику США, используя цифры, которые отражают только отток портфельных инвестиций из стран с формирующимся рынком, а он составляет 70 миллиардов долларов портфельных инвестиций в акции и 30 миллиардов долларов портфельных инвестиций в долговые обязатель-

Рисунок 1

Снижение влияния ключевой ставки и ставок по гособлигациям
После мирового финансового кризиса ослабло влияние разницы между ключевыми процентными ставками в США и странах с формирующимся рынком на приток капитала в страны с формирующимся рынком.



Источник: По материалам Kalemli-Ozcan (2019), Jackson Hole Symposium. Расчеты автора основаны на данных МВФ.

Примечание. Дифференциалы ставок выражены в логарифмах и подсчитаны относительно США. Потоки капитала нормализованы по ВВП и представлены как скользящее среднее за три квартала. Все переменные усреднены по странам на конкретную дату. Использованы ежеквартальные данные по 46 странам с формирующейся рыночной экономикой.

ства (МВФ, апрель 2020). Понимание того, какие типы капитала были наиболее подвержены оттоку во время прошлых кризисов в странах с формирующимся рынком и как выглядела структура долга, накопленного странами с формирующимся рынком к началу пандемии, поможет полнее оценить остающиеся факторы уязвимости таких стран перед лицом возможного оттока капитала при изменении мировой конъюнктуры в будущем.

Валюты и отрасли

Как же выглядела валютная и отраслевая структура внешнего долга стран с формирующимся рынком в конце 2019 года, непосредственно перед пандемией? На портфельные инвестиции в долговые обязательства, то есть государственные и корпоративные облигации, приходится существенная доля внешнего долга стран с формирующимся рынком, но не менее важны и трансграничные банковские кредиты. При этом такие кредиты не учитываются в потоках портфельных инвестиций. В странах с формирующимся рынком непропорционально высокая часть внешних долговых обязательств (65 процентов) примерно поровну поделена между долговыми инструментами (облигациями) и прочими обязательствами, связанными с инвестициями (кредитами). Оставшиеся 35 процентов представлены портфельными инвестициями в акции и прямыми иностранными инвестициями. В структуре портфельных инвестиций в долговые инструменты более 60 процентов составляют суверенные облигации, а среди прочих инвестиций 80 процентов обязательств приходится на банковский сектор и корпоративные кредиты вместе взятые (Avdjiev et al., 2020). При том что государство может осуществлять внешние

заимствования посредством облигаций в местной валюте, большинство трансграничных банковских и корпоративных облигаций и кредитов деноминированы в долларах США.

Важно знать, какой сектор заимствований и какой класс активов в наибольшей степени пострадали от оттока иностранного капитала в ходе прошлых кризисов в странах с формирующимся рынком, таких как мировой кризис 2008 года и паника 2013 года, когда доходность ценных бумаг Казначейства США подскочила в связи с ожиданиями того, что ФРС сократит денежно-кредитное стимулирование, снизив объемы покупки финансовых активов для поддержки экономики. Во время этих эпизодов отток капитала из стран с формирующимся рынком пришелся в первую очередь на трансграничные банковские кредиты, а во вторую — на трансграничные корпоративные кредиты и корпоративные облигации, как показано на рисунке 2.

Примеры 2008 и 2013 годов показывают, что отток капитала, наблюдавшийся в странах с формирующимся рынком в начале пандемии в марте–мае 2020 года, мог бы быть гораздо сильнее. Во время мирового финансового кризиса и паники, вызванной ожиданием сокращения стимулирования со стороны ФРС, изъятие капитала из частного сектора в разрезе всех долговых инструментов, а не только портфельных вложений в облигации, вполне закономерно составило гораздо большую сумму, чем 30 миллиардов долларов, которые были выведены из долговых ценных бумаг в начале пандемии. Отток из портфельных инвестиций в акции в размере 70 миллиардов долларов не вызвал удивления, так как это наиболее рискованный класс активов в странах с формирующимся рынком, а COVID-19 стал сильнейшим шоком со времен мирового финансового кризиса с точки зрения бегства инвесторов от риска.

Банковские и корпоративные потоки долговых обязательств в странах с формирующимся рынком в 2020 году — в отли-

чие от мирового финансового кризиса и паники в связи с ожидавшимся сокращением стимулирования — не пострадали благодаря быстрым и четким беспрецедентным мерам ФРС. Для частного сектора стран с формирующимся рынком денежно-кредитная политика США — ключевая детерминанта потоков капитала, при том что заимствования осуществляются в долларах, кредиторами выступают представители частного сектора, а сами потоки чувствительны к степени склонности к риску у мировых инвесторов.

Налогово-бюджетная политика

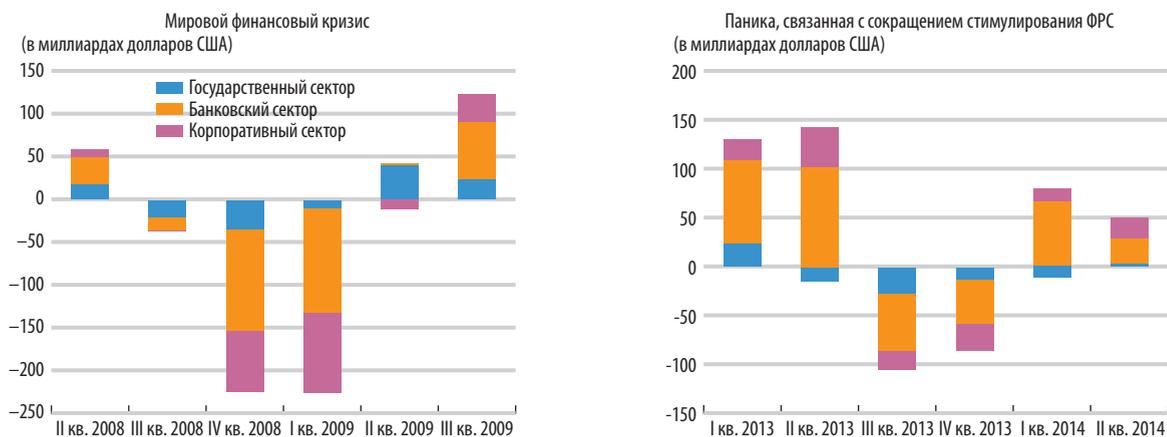
Увидим ли мы новую панику и бегство капитала из стран с формирующимся рынком, когда по мере укрепления американской экономики повысится директивная процентная ставка США? Ответ зависит от рисков, специфических для каждой страны, которые определяются не только классическими факторами уязвимости, такими как высокий уровень внешнего долга, высокая внутренняя задолженность частного сектора в иностранной валюте и инфляция, но и мерами политики этих стран, направленными на борьбу с COVID-19. Пока что страны с формирующимся рынком, как и страны с развитой экономикой, используют сочетание мер налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики. Если судить по истории самих стран с формирующимся рынком, налогово-бюджетная политика играет особую роль для разрешения взаимосвязанных проблем внешнего долга, внутреннего долга и инфляции.

Правительства стран с формирующимся рынком должны бороться с пандемией на своей территории, а их частный сектор должен пролонгировать свой внешний долг в иностранной валюте. Это значит, что правительствам требуется привлечь как внутреннее, так и внешнее финансирование не только для борьбы с COVID-19, но и для подготовки к ситуации, когда в частном секторе могут начаться дефолты

Рисунок 2

Отток капитала в прошлом

Наибольший отток капитала из стран с формирующимся рынком во время мирового финансового кризиса 2008–2009 годов и паники 2013 года наблюдался в сфере банковских кредитов.



Источники: по материалам Avdjiev et al. (2020). Расчеты автора основаны на данных МВФ и Банка международных расчетов.

В настоящий момент страны с формирующейся рыночной экономикой чрезвычайно нуждаются в поддержке, что требует привлечения внутреннего и внешнего финансирования.

и потребуются государственные меры экстренной финансовой помощи. Однако бюджетные возможности у правительств этих стран ограничены. Уже в начале пандемии между странами с развитой экономикой и странами с формирующимся рынком наблюдались значительные различия в объеме пакетов бюджетных мер, которые они принимали. К началу 2021 года эти различия только увеличились; в среднем страны с формирующимся рынком смогли направить на меры бюджетной поддержки только 6 процентов ВВП, тогда как страны с развитой экономикой в среднем выделили на эти цели около 20 процентов ВВП (МВФ, 2021).

Чтобы оценить размер нынешнего шока по сравнению с мировым финансовым кризисом, стоит внимательно изучить статистику США. На данный момент борьбы с пандемией объем выделенных и обещанных мер поддержки в этой стране составляет 7,25 триллиона долларов, или 34 процента ВВП США в 2019 году. Для сравнения: меры поддержки, предложенные в США в связи с финансовым кризисом 2007–2009 годов, составили 830 миллиардов долларов, или всего 6 процентов ВВП в 2007 году. Таким образом, COVID-19 потребовал принципиально более масштабной бюджетной поддержки.

Не располагая ресурсами для бюджетного стимулирования в таких объемах, многие страны с формирующимся рынком прибегли и к мерам денежно-кредитной политики. Как и страны с развитой экономикой, они запустили покупку активов — так называемые программы количественного смягчения. Исследователи и специалисты по разработке экономической политики мгновенно заговорили об опасности монетизации долга — печатания денег для покупки государственных долговых обязательств. Обеспокоенность связана с тем, что в странах с формирующимся рынком это приведет к ускорению инфляции, что перечеркнет достижения последних двух десятилетий, когда с большим трудом удалось ввести режимы таргетирования инфляции.

Взаимосвязь между инфляцией и налогово-бюджетной политикой — извечный бич стран с формирующейся рыночной экономикой. Многие из них на своем печальном опыте убедились в том, что ключом к успешному таргетированию инфляции служит бюджетная дисциплина. Любая глава центрального банка из страны с формирующимся рынком подтвердит, что для контроля над инфляцией нужна бюджетная дисциплина. Впервые консенсус относительно ключевой роли независимости центрального банка и поддерживающих мер налогово-бюджетной политики в обуздании инфляции сложился в странах с развитой экономикой после периодов высокой инфляции в 1970-х годах. Странам с формирующимся рынком, как и странам с развитой экономикой, независимость центрального банка и бюджетная дисциплина могут помочь избежать разгона инфляции в результате программ

количественного смягчения. Основа успешной программы количественного смягчения — это доверие к политике.

Пятнадцать стран с формирующейся рыночной экономикой запустили эти программы, исходя из того что без них рост бюджетного дефицита приведет к наводнению рынка государственными облигациями и процентные ставки пойдут вверх. Покупая эти облигации, центральные банки стран с формирующимся рынком рассчитывали предотвратить такое развитие событий (БМР, 2020; МВФ, 2020). На данный момент большинство этих программ, хотя и скромных по объему, оказались успешными за исключением тех немногих случаев, когда центральным банкам не удалось убедить рынки в том, что они не будут финансировать правительство до бесконечности. Стоимость свопов кредитного дефолта (СКД) — которые, будучи по сути страховкой от дефолта, являются хорошим индикатором стоимости внешнего финансирования, — отчасти отражает эту нехватку доверия. Спреды СКД в одних странах с формирующимся рынком выросли, а в других нет, что говорит о неоднородном уровне доверия, которым пользуются принятые разными странами комбинации мер налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики.

В настоящий момент страны с формирующейся рыночной экономикой чрезвычайно нуждаются в поддержке, что требует привлечения внутреннего и внешнего финансирования. В таких условиях более высокая стоимость внешнего финансирования может привести к катастрофическим последствиям, особенно если ФРС изменит адаптивный курс своей политики, который до сегодняшнего дня помогал странам с формирующимся рынком, и начнет повышать ставки. Следовательно, страны с формирующейся рыночной экономикой должны тщательно уравнивать меры налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики, предоставлять о них прозрачную информацию и внимательно отслеживать их воздействие на стоимость внешних заимствований. **ФР**

ШЕБНЕМ КАЛЕМЛИ-ОЗДЖАН — преподаватель экономики в Университете Мэриленда (г. Колледж-Парк).

Литература

- Avdjiev, Stefan, Bryan Hardy, Şebnem Kalemli-Özcan, and Luis Servén. 2020. "Gross Capital Flows by Banks, Corporates and Sovereigns." NBER Working Paper 23116, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Bank for International Settlements (BIS). 2020. *BIS Bulletin*, June.
- Çakmaklı, Cem, Selva Demiralp, Şebnem Kalemli-Özcan, Sevcan Yesiltas, and Muhammed A. Yıldırım. 2020. "COVID-19 and Emerging Markets: A SIR Model, Demand Shocks and Capital Flows." NBER Working Paper 27191, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- International Monetary Fund (IMF). 2020. *Global Financial Stability Report*, Washington, DC, April and October.
- . 2021. *World Economic Outlook*. Washington, DC, April.
- Kalemli-Özcan, Şebnem. 2019. "The U.S. Monetary Policy and International Risk Spillovers." Jackson Hole Symposium Proceedings, September.



СТРАНЫ С ФОРМИРУЮЩИМСЯ РЫНКОМ В ПРОЦЕССЕ ИЗМЕНЕНИЙ

Махмуд Прадан обсуждает перспективы этой группы стран с Ричардом Хаусом и Дэвидом Лубиным

Активы стран с формирующимся рынком за последний год проявили удивительную устойчивость, не оправдывая более мрачных ожиданий в начале пандемии COVID-19. Несомненно, помогли чрезвычайно крупные вливания ликвидности центральными банками в странах с развитой экономикой. Но некоторые страны с формирующимся рынком также обнаружили дополнительные возможности для проведения мер политики, включая нетрадиционные меры денежно-кредитной политики, которые, как многие думали, были доступны только для стран с развитой экономикой. Однако этот кризис оставит шрамы. Долговая нагрузка стран с формирующимся рынком и стран с низкими доходами увеличивается до ранее невиданных уровней. Не понадобится ли финансовая помощь еще большему количеству стран, когда глобальная ликвидность меняет направление движения? И захотят ли частные инвесторы разделить это бремя?

Два опытных участника рынка — Ричард Хаус, главный инвестиционный директор по долговым обязательствам стран с формирующимся рынком из Allianz Global Investors, и Дэвид Лубин, руководитель подразделения экономического анализа стран с формирующимся рынком Ситибанка, — объясняют, почему сроки погашения активов этого класса помогли сократить неблагоприятные последствия и способствуют их устойчивости и возврату к более нормальным условиям глобальной ликвидности. Но они считают, что и частный сектор должен разделить бремя корректировки в некоторых странах. Они также призывают государственный сектор, включая МВФ, помочь странам воспользоваться преимуществами растущего спроса на долговые обязатель-

ства эмитентов, удовлетворяющих стандартам экологии, социальной ответственности и управления.

Ф&Р: Удивлены ли вы тем, как хорошо показал себя класс активов стран с формирующимся рынком во время пандемии?

Ричард Хаус: Не удивлен, и на то есть две причины. Во-первых, активы стран с формирующимся рынком превратились в гораздо более диверсифицированный класс активов. Во-вторых, эти активы в основном находятся в собственности внутренних инвесторов. На заре моей карьеры 25 лет назад, можно было выбирать всего из горстки стран, и активы этого класса преимущественно находились в собственности иностранных инвесторов, таких как мы. Сегодня можно выбирать из более чем 80 стран, и средняя доля собственности иностранцев составляет около 20 процентов, включая корпоративный долг. Значительная внутренняя собственность ограничивает цепную реакцию и повысила устойчивость всего этого класса активов в целом.

Дэвид Лубин: Этот кризис в сфере здравоохранения оказался столь масштабным, что последствия могли бы оказаться самыми разными. Но обвал реальных процентных ставок США, начавшийся в конце марта, сыграл решающую роль — 40 лет истории говорят нам о том, что когда это случается, капитал устремляется в страны с формирующимся рынком. За весь 2020 год выпуск еврооблигаций заемщиками из стран с формирующимся рынком составил порядка 800 миллиардов долларов США, что более чем на 10 процентов превышает показатель 2019 года. Это особенно удивительно ввиду того, что во многих странах с формирующимся рынком



Ричард Хаус



Дэвид Лубин

наблюдается уменьшение потребностей во внешнем финансировании из-за сокращения дефицитов по их счетам текущих операций, обусловленного рецессией.

Ф&Р: Что произойдет, когда в странах с развитой экономикой начнется нормализация долгосрочных доходностей и центральные банки начнут сворачивать покупку активов?

ДЛ: Повышение процентных ставок США представляет угрозу для потоков капитала стран с формирующимся рынком начиная с 1970-х годов. Недавнее небольшое повышение по 10-летним облигациям Казначейства США вызвало некоторое волнение. Но по любым историческим меркам доходность по 10-летним облигациям Казначейства США, которая остается отрицательной в реальном выражении, низка до абсурда. Пока это будет так, угроза значительных оттоков капитала будет носить ограниченный характер.

Ф&Р: Вы оба считаете, что страны с формирующимся рынком более устойчивы из-за меньшей зависимости от иностранных инвесторов. Но разве иностранные инвесторы также не стали лучше дифференцировать страны? Или же широкомасштабные ответные меры политики в странах с развитой экономикой внесли путаницу?

РХ: Почти все классы активов в начале прошлого года резко упали в цене, а затем уверенно отыграли назад. Вливания ликвидности замаскировали некоторые проблемы, но не везде. Хотя подъем уровня ликвидности, несомненно, многим пошел на пользу, в конечном итоге цены на активы определяются макроэкономическими и политическими факторами. Имела место разумная дифференциация, в особенности по суверенному кредитному рейтингу и по валюте.

ДЛ: Удивительнее всего в прошлом году было то, что почти все страны с формирующимся рынком сумели смягчить денежно-кредитную политику. Этому значительно способствовала Федеральная резервная система, которая в марте 2020 года по существу заявила: «Оставьте это нам, мы с этим разберемся». Это был очень мощный сигнал о том, что денежно-кредитная политика может прийти на выручку и странам с развивающимся рынком. С налогово-бюджетной политикой оказалось сложнее, поскольку многие страны не располагали тем потенциалом, который имелся у стран с развитой экономикой.

Ф&Р: Если долгосрочные ставки идут вверх из-за усиления экономического роста США, не может ли это нейтрализовать эффект повышения стоимости заимствования?

ДЛ: В обычных условиях я бы сказал: «Нет». При ужесточении денежно-кредитных условий США, полагаю, страны с формирующимся рынком больше теряют от оттоков капитала, чем приобретают от увеличения экспорта. Причина заключается в том, что в последние годы основной движущей силой глобальной инвестиционной торговли и цен на биржевые товары были не Соединенные Штаты, а Китай. На счета операций с капиталом стран с формирующимся рынком влияют решения, принимаемые в Вашингтоне. На их счета текущих операций больше влияет Пекин.

Идеальным сочетанием было бы замедление роста в США, с низкими процентными ставками, направляющими капитал в страны с формирующимся рынком, и усиление роста в Китае, стимулирующее торговлю и инвестиции. Если бы Соединенные Штаты сумели совместить рост глобальных инвестиций с инфраструктурным планом президента Байдена, это помогло бы странам с формирующимся рынком, особенно если бы Китай переориентировался на потребление.

Ф&Р: Страны с формирующимся рынком более активно применяли нетрадиционные меры политики. Не указывает ли это на то, что у некоторых стран в арсенале больше инструментов, чем было принято считать?

РХ: Очень трудно делать какие-либо обобщения: использовалось несколько различных форм количественного смягчения. Но в сравнении с тем, что было всего несколько лет назад, политика каждого из центральных банков была нетрадиционной. Версии о неумении стран с формирующимся рынком проводить количественное смягчение или о неуправляемости ситуации давно утратили актуальность.

ДЛ: Мы видим значительное разнообразие. Индия, например, успешно объявила о политике бюджетной экспансии в сочетании с верхними пределами доходности по облигациям. Если бы другие страны попытались это повторить, они столкнулись бы с массивными оттоками капитала. Различие часто связано с уверенностью рынка в потенциале роста той или иной страны, но также и со степенью открытости ее счета операций с капиталом.

Ф&Р: Насколько вас волнует растущая долговая нагрузка? Могут ли страны с формирующимся рынком и особенно страны с низкими доходами перерасти проблему долга?

РХ: Мир волнует преодоление финансовых последствий COVID-19. Меня лично волнует неравенство в темпах роста между странами. Печально, но в странах формирующимся рынком распространение вакцин будет происходить намного медленнее, чем в странах с развитой экономикой. Рынки не обращают внимание на это неравенство. Хотя показатели стран с формирующимся рынком со временем восстанавливаются, думаю, что пройдет много лет, прежде чем отношения долга к ВВП вернутся к уровням, отмечавшимся до COVID-19.

ДЛ: Согласен. Накопление значительной задолженности в иностранной валюте намного опаснее. Однако мы по-прежнему далеки от этого. Такие показатели, как коэффициент обслуживания внешнего долга и отношение долга к валютным резервам, с исторической точки зрения не кажутся слишком большими. Низкие процентные ставки США помогут удерживать расходы на обслуживание долга на низком уровне. Общим знаменателем кризисов 1980-х и 1990-х годов было отсутствие у стран с формирующимся рынком долларовых активов. В последние 20 лет многие из них прилагали невероятные усилия к формированию валютных резервов. В некоторых странах более остро стоит проблема внутреннего долга. В этом вопросе у инвесторов и МВФ очень мало опыта, и они не знают, как может развиваться подобный кризис. В последние 40 лет мы в основном имели дело с внешним долгом.

РХ: Самое большое отличие в том, что привязка валютных курсов, по счастью, ушла в прошлое. И я не думаю, что в странах с формирующимся рынком когда-нибудь вновь произойдет еще один большой системный кризис. Возможно, в некоторых странах на корпоративном уровне, но определенно не на суверенном уровне.

Ф&Р: По вашим ожиданиям, финансовая помощь МВФ или других многосторонних организаций понадобится многим странам? И может ли частный сектор разделить бремя корректировки?

РХ: В первом квартале 2021 года мы наблюдали рекордные уровни эмиссии, как суверенной, так и корпоративной, в странах с формирующимся рынком, несмотря на довольно ощутимую переоценку обязательств Казначейства США. Некоторым странам, испытывающим проблемы с ликвидностью или платежеспособностью, потребуется больше помощи со стороны МВФ и потенциальное участие частного сектора в реструктуризациях. Они хорошо известны любому, кто имеет общее представление об анализе суверенных балансов. Я не ожидаю цепной реакции. Последние дефолты или реструктуризации в Аргентине, Эквадоре и Ливане не привели к цепной реакции. Почему сейчас должно быть по-другому? Частному сектору определенно следует участвовать в решении, когда долговая ситуация явно является неустойчивой.

ДЛ: Управляющим портфелями платят за оценку риска. МВФ впервые применил политику предоставления кредитов странам, имеющим просроченную задолженность, в 1980-х годах. Если частные кредиторы по-прежнему думают, что МВФ придет им на помощь, они плохо справляются со своей работой.

Ф&Р: Могут ли страны с формирующимся рынком и страны с низкими доходами выиграть от растущего спроса на заимствования, удовлетворяющие стандартам экологии, социальной ответственности и управления (ЭСУ)?

РХ: Это новорожденный класс активов, но с огромным потенциалом. При оценочной стоимости 16 миллиардов

долларов США они по-прежнему составляют лишь 4 процента совокупных средств в управлении в странах с формирующимся рынком. Ими сейчас интересуются все инвесторы — три четверти моих встреч с клиентами посвящены нашим стратегиям в отношении этих инвестиций.

МВФ может сыграть роль в вовлечении небольших стран, особенно учитывая стремление Фонда помогать им в достижении Целей в области устойчивого развития ООН. Сейчас уже появились международные принципы, регулирующие зеленые облигации, социальные облигации и облигации устойчивого развития, и в общем доступе имеется множество государственных и частных данных. Фонд может оказать содействие в мониторинге вовлеченности и отчетности.

Ф&Р: Следует ли МВФ сосредоточиться на помощи странам в развитии потенциала по выпуску зеленых облигаций или на мониторинге и обеспечении соблюдения требований?

РХ: Инвестиционные банки готовы помогать странам выпускать эти облигации. Фонд мог бы скорее помочь с мониторингом и взаимодействием, особенно по аспектам социальной ответственности и управления. То, что доклады МВФ охватывают эти вопросы, вселяет надежду. Взаимодействие со странами имеет решающее значение. Это вопрос, который всегда интересует инвесторов.

ДЛ: Это сложная область, так как деньги не различаются между собой. Страна говорит, что привлекает деньги для инвестирования в зеленый проект или для строительства школ в сельских населенных пунктах. Но как мы можем быть в этом уверены?

Вторая проблема заключается в том, что рейтинги ЭСУ находятся в сильной корреляции с ВВП на душу населения. Я беспокоюсь, что по мере укрепления на глобальных рынках позиций зеленых облигаций и облигаций социальной ответственности могут возникнуть негативные эффекты. Потоки капитала в страны с низкими доходами могут оказаться под угрозой.

Ф&Р: Но разве цель не в этом — оказывать экономическое давление на правительства, заставляя их отказываться от ненадлежащей практики?

ДЛ: Инвесторы привыкли оценивать ЭСУ на основе риска. Аспекты социальной ответственности и управления всегда были частью анализа, поскольку являются частью кредитного риска. Но инвестирование на основе ценностей еще больше усиливает внимание к ним. Например: «Эта страна ужасно обращается с журналистами. Возможно, мне не стоит в нее инвестировать, пока ситуация не изменится». Если такая логика просочится в инвестиционный процесс, не знаю, кто от этого выиграет. В результате влияние, которым обладают инвесторы, в конечном итоге может способствовать лишь сохранению текущей ситуации. **ФР**

МАХМУД ПРАДАН — заместитель директора Европейского департамента МВФ.



От потока К наводнению

Потоковое видео предоставляет странам с формирующимся рынком возможность распространения контента на национальном уровне и по всему миру

Адам Бехсуди

Она — нигерийка, красавица, адвокат. Он — успешный индийский инвестиционный банкир. Так же как их романтическая история преодолевает расстояния между странами, увековечивающий ее фильм является столь же межкультурным: поставлен и снят в Нигерии, смонтирован в Индии и выпущен службой Netflix для всемирной аудитории.

Помимо сюжета с неодобрительным отношением родителей и сахарно-сладкими танцевальными номерами, слияние нигерийского Нолливуда и индийского Болливуда с выпуском фильма «*Намaste Вахала*» («Привет, неприятности» на гибриде хинди и нигерийского) показывает, насколько тесен стал мир в новую эпоху потокового видео.

Гиганты потокового вещания, такие как Netflix, Disney+ и Amazon, формируют новые аудитории и пересекающиеся рынки в невиданных ранее формах. В ходе этого процесса они открывают новые возможности для расцветающего кино- и телевизионного производства в некоторых из наиболее динамичных стран с формирующимся рынком, изменяя эко-

номические расчеты, лежащие в основе создания фильмов, и трансформируя представления о том, что может стать хитом.

«Как здорово, что мы на одной и той же платформе. Вот что впечатляет — то, что это фильм Нолливуда, то, где он распространяется, с чем мы оказываемся рядом, с точки зрения продукции Голливуда, и то, что фильм воспринимается таким образом», — говорит Хамиша Дарьяни Ахуджа, нигерийка в третьем поколении с индийскими корнями, которая является создателем, режиссером, продюсером и актрисой фильма, который вышел на Netflix в День святого Валентина.

Романтическая комедия Ахуджи на короткое время прорвалась в число десяти лидеров Netflix в США, вызвав оживленное обсуждение недавнего расширения компании на африканский контент.

Рост в сфере служб потокового вещания только повысил роль сектора развлечений как одной из движущих сил экономической активности в крупных странах с формирующимся рынком. Например, в Индии, по некоторым оценкам, на этот сектор приходится 1 процент ВВП. В Нигерии

занятость более миллиона человек напрямую или косвенно приходится на Голливуд, который является вторым по численности занятых работодателем после сельского хозяйства. А Китай в прошлом году обогнал США по кассовым сборам в секторе развлечений. Несмотря на неизбежное влияние пандемии, у людей неизменно сохраняется стремление к развлечениям, и перевод контента в цифровую форму меняет правила игры. «Я думаю, сейчас мы находимся в начале огромной волны международного контента и более крупных инвестиций в международный контент, которые когда-либо отмечались», — говорит Стефан Холл, начальник проектной группы по средствам массовой информации, развлечениям и культуре Всемирного экономического форума.

Ключевым фактором является инфраструктура

В странах Азии с формирующимся рынком наблюдается взрывной рост служб потокового вещания (см. рис. 1). Количество подписок на службы потокового вещания видео в Индии увеличилось с 4,5 млн в 2017 году до 59,6 млн в 2020 году. В Индонезии численность подписчиков возросла с 200 000 в 2017 году до 8 млн в 2020 году. В Таиланде и на Филиппинах за тот же период рост составил 130 процентов и 71 процент, соответственно, согласно информации независимой исследовательско-консультационной компании Media Partners Asia.

«За последние три-четыре года на этих рынках произошла мобильная революция, особенно в Индии, где мы только что наблюдали огромный скачок в использовании данных», — говорит Вивек Коутто, исполнительный директор Media Partners Asia, работающий в Сингапуре. «С точки зрения инфраструктуры картина многократно расширилась». В Индии быстрое распространение доступа к интернету вызывало ожесточенную конкуренцию между крупней-

шими поставщиками телекоммуникационных услуг в стране, что привело к снижению цен на передачу данных до одного из самых низких уровней в мире. Большинство людей пользуется службами потокового видео с помощью своих смартфонов, а Индия имеет один из самых высоких показателей использования данных в расчете на один смартфон в мире.

В 2019 году Netflix в Индии предложил чисто мобильный пакет, позволяющий пользователям получать контент в потоковом режиме на свои смартфоны или планшеты менее чем за 3 доллара в месяц. Аналогичный пакет Netflix вывел на рынок в Малайзии. На другой стороне планеты базирующаяся в Испании компания Telefonica, являющаяся одним из крупнейших поставщиков телекоммуникационных услуг в Латинской Америке, в 2018 году объявила о многолетнем партнерстве, которое позволит беспрепятственно подписываться на Netflix на базе ее платформ во всем регионе. В Африке, где пользование интернетом вызывает больше трудностей, служба потокового вещания ведет работу с операторами услуг телекоммуникаций, чтобы облегчить осуществление платежей потенциальными подписчиками.

С пандемией COVID-19 эта тенденция только усилилась. Согласно результатам ежегодного обследования тысяч зрителей из 10 стран с развитой экономикой и стран с формирующимся рынком, почти половина респондентов подписались на службы потокового вещания в первой половине 2020 года, и в качестве основной причины они указали то, что они стали проводить больше времени дома.

Этот новый уровень охвата во многих странах способствовал выходу на рынок крупнейших компаний потокового вещания, что, в свою очередь, радикально изменило спектр возможностей и увеличило конкуренцию в сфере создания контента.

Хотя службы потокового вещания облегчили вывод контента за границы каждой отдельной страны на региональный рынок или для общемировой аудитории, одной из основных задач остается привлечение и удержание подписчиков, заинтересованных в расширении вариантов контента из своих собственных стран.

В 2019 году служба Disney+ приобрела Hotstar, ведущую службу потокового вещания Индии, на которую в настоящее время приходится 30 процентов базы подписчиков служб потокового вещания. Netflix устойчиво расширяет свои инвестиции в создание местного контента в новых частях мира, и в числе этих инициатив — новое продвижение в прошлом году в Африку с более оригинальным контентом. Этот титан потокового вещания, начинавший как служба проката DVD с заказом по почте, за 2020 год приобрел 36,6 млн клиентов, что стало его самым большим приростом за год, и на настоящий момент насчитывает более 200 миллионов подписчиков по всему миру.

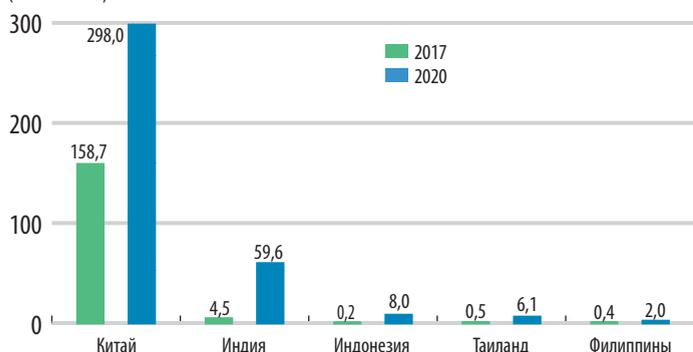
В 2019 году Amazon в Индии принес редкое публичное извинение за телевизионный сериал, признанный оскорбительным для индуистов, но компания не показала никаких

Рисунок 1

Всплеск потокового вещания

В последние годы в некоторых из крупнейших стран Азии с формирующимся рынком отмечается экспоненциальный рост служб потокового вещания.

(В миллионах)



Источник: Media Partners Asia.

признаков отступления с этого рынка, и в марте объявила о том, что она расширяет свою деятельность за рамки телевизионных программ и выступит в качестве одного из продюсеров своего первого крупного полнометражного фильма в Болливуде.

Хотя базирующиеся в США компании сталкиваются с конкуренцией со стороны национальных служб потокового вещания, они достигают доминирующего положения за счет готовности финансировать местный контент из своих богатых ресурсов.

«Экосистема местного контента имеет большое значение, — говорит Коуто. — По мере роста основных гигантов интернета (Netflix и Amazon) и Disney в рамках этих крупных локальных географических зон их приверженность инвестициям на местном уровне и формированию креативной экономики будет играть жизненно важную роль, поскольку в противном случае отношение к ним будет более враждебным».

Встречное движение

Торговля такими продуктами культуры, как фильмы и музыка, всегда отягощалась вопросами культурного и политического такта. И это по-прежнему так.

В европейских странах уже давно установлено, что определенная доля транслируемого, а теперь находящегося в потоковом вещании, контента должна быть местного производства. В Китае сформированы такие условия, в которых осуществляется тщательный мониторинг иностранного контента, что привело к динамичному потоковому вещанию с доминирующей ролью китайских участников рынка, Tencent и iQiyi. Культурные особенности в Индии заставили крупные компании США внести коррективы в свой курс, чтобы сохранить возможность дальнейшего расширения деятельности.

Однако на тех рынках, где работают базирующиеся в США гиганты, такие как Netflix и Amazon, они в большей степени выполняли функции содействия свободной торговле, а не культурных гегемонов, — говорит Джоэль Вальдфогель, профессор экономики в Университете Миннесоты.

«Здесь удачная неожиданность заключается в том, данная сфера торговли представляет собой дорогу с движением в обоих направлениях. Так что сейчас это скачки, — говорит Вальдфогель, который исследует последствия перевода контента в цифровую форму для стран, создающих контент. — В несколько более долгосрочной перспективе мы видим, что стоимость постановки упала настолько, что в производстве музыки и фильмов происходит взрывной рост».

В своей книге 2018 года «*Digital Renaissance*» Вальдфогель утверждает, что перевод контента в цифровую форму возвещает золотой век в массовой культуре.

Новые технологии расширили круг потенциальных создателей фильмов. Тем временем интернет расширил каналы распространения. Для фильмов это означает обход тради-

ционных кинотеатров и выпусков в прокат. В условиях пандемии эта тенденция усилилась даже на таких рынках, как Индия, где переход на потоковое вещание отстает от США.

Службы потокового вещания поместили на одну платформу более бюджетные постановки и блестящие дорогостоящие фильмы.

«Продукты культуры служат крайними примерами продукции, в отношении которой очень трудно предугадать, что именно будет пользоваться успехом, и это означает обращение к потребителям во время принятия инвестиционных решений, — говорит Вальдфогель. — В Голливуде есть выражение: никто ничего не знает».

Однако расширение деятельности служб потокового вещания позволило несколько уменьшить работу наугад при постановке фильмов. Говоря экономическим языком, интернет создает экономию на масштабах и сфере охвата, то есть увеличивает предложение и спрос для большего количества и разнообразия творческого контента. Облегчая зрителям нахождение того, что они хотят посмотреть, он создал более эффективную бизнес-модель, которая может быть адаптирована для применения почти в любой точке мира.

Это стало хорошей новостью для стран с формирующимся рынком, обладающих крупной постоянной аудиторией и потенциалом для производства контента. Службы потокового вещания Netflix и Amazon играли значимую роль в предоставлении телевидению и кинематографу альтернативного канала распространения в этих странах и в повышении конкуренции с национальными компаниями вещания.

«Для продюсера нет большей удачи, чем предстать перед аудиторией за границами его естественной деловой географии, — говорит Коуто из Media Partners Asia. — Для учреждений культуры страны, будь то государственные органы или другие организации, также огромное значение имеет подача истории, представляющей вашу страну, содержащей эти ценности и дающей общемировое название вашему контенту, поскольку все это возвращается в форме экономического вклада».

Для Ахуджи, создателя «Намасте Вахала», возможность пришла с мероприятием, посвященным запуску проекта и проводившимся с руководителями высшего звена Netflix в Лагосе в феврале 2020 года. Рекламная кампания перед выпуском ее фильма привлекла внимание. Выход фильма на экраны был запланирован в кинотеатрах Нигерии на апрель 2020 года, но затем разразилась пандемия. Возможность пришла от гиганта потокового вещания.

«По моему ощущению, сейчас это рынок контента, — говорит она. — Не думаю, что есть предел тому, сколько контента там можно выложить».

АДАМ БЕХСУДИ — сотрудник журнала «Финансы и развитие».



ИНКЛЮЗИВНЫЙ НОВАТОР

*Питер Дж. Уокер представляет **Рохини Панде** из Йельского университета, чья работа посвящена тому, как более качественные институты могут сделать жизнь более справедливой*

В 1990 году правительство Индии заявило о намерении заполнить часть должностей в государственном аппарате за счет представителей более низких каст, что спровоцировало массовую волну студенческих протестов и насилия, в том числе случаев саможжения. В стенах Университета Дели, где царил относительно спокойствие, студентка второго курса экономического факультета бакалавриата Рохини Панде рассуждала о том, что люди должны получать работу по заслугам, а не благодаря особому распоряжению.

События, произошедшие с ней два года спустя, заставили ее изменить свое мнение. Она выросла в привилегированной семье, принадлежавшей к элите Индии, однако, оказавшись в Оксфордском университете, почувствовала себя чужой, несмотря на то что училась там, получив престижную стипендию Родса.

«Существовала четкая иерархия между студентами из США и учащимися из Азии и Африки», — говорит Панде в видео-интервью. «Учащиеся из более бедных стран приезжали в Оксфорд, чтобы получить качественное образование, которое было недоступно у них на родине, тогда как для многих американских студентов пребывание там было не более чем двухлетними каникулами, после которых они возвращались в элитные американские университеты».

По словам Панде, такой дисбаланс заставил её более глубоко задуматься о справедливости и взглянуть на участь представителей более низких каст в Индии с точки зрения неравных возможностей.

«Как и многим из тех, кто родился в привилегированной семье, мне потребовалось немало времени, чтобы осознать, что значат привилегии», — говорит она. Этот опыт наложил отпечаток на всю ее карьеру, на протяжении которой она пытается разобраться в том, какую роль играет институциональная среда в жизни людей.

Согласно Американской экономической ассоциации, Панде, которой 49 лет, — «одна из наиболее влиятельных экономистов своего поколения в области развития». Она внесла революционный вклад в политэкономии, международное развитие, гендерную экономику, борьбу с коррупцией и усилия по борьбе с последствиями изменения климата.

«Ее работа пронизана стремлением не просто узнать, что поможет улучшить жизнь бедного населения, но и почему это поможет и какие выводы можно сделать о том, как следует выстраивать работу институтов и как смотреть на мир», — говорит Чарити Троер Мур, директор программы экономических исследований стран Юго-Восточной Азии Йельского университета.

В 2019 году Панде получила звание профессора экономики кафедры имени Генри Дж. Хайнца II и стала директором Центра экономического роста Йельского университета. До этого в течение 13 лет она была старшим преподавателем в Школе государственного управления им. Джона Ф. Кеннеди, где соучредила центр «Evidence for Policy Design» («Данные в поддержку разработки политики»), взаимодействующий с государственными органами развивающихся стран для решения стратегических проблем. В 2018 году Панде была присуждена

премия Кэролайн Шоу Белл за работу по укреплению положения женщин в экономической науке.

Политэкономия

«За эти годы я многому научился у Рохини», — говорит ее бывший коллега и профессор Гарвардского университета Дэни Родрик. «В своем подходе к развитию она всегда исходит из того, что причина низкого уровня развития и неблагополучия кроется как в политике, так и в экономике».

Свою докторскую диссертацию, над которой она работала в Лондонской школе экономики после завершения обучения в Оксфорде, Панде посвятила политике Индии по расширению представительства меньшинств в политической жизни за счет предоставления возможности участвовать в выборах в отдельных юрисдикциях только самым неблагополучным кастам, получившей название «резервирование политических должностей». Она обнаружила, что на уровне штатов такая практика позволяла перераспределять больше средств в пользу неблагополучных групп, что свидетельствовало о прямой связи между представительством в политике и влиянием на выработку стратегий.

Панде продолжила изучать эту связь, сосредоточившись на важности устойчивых политических институтов для экономического развития и преодоления бедности. Недавно она высказала тезис о том, что успешное преодоление бедности в меньшей степени зависит от прямой помощи, а в большей — от создания эффективных демократических институтов, помогающих уязвимым слоям населения выдвигать своих представителей для реализации мер по перераспределению ресурсов.

«Для того чтобы демократия работала на практике, требуется намного больше, чем просто институциональная основа, дающая людям возможность голосовать один раз в несколько лет», — говорит она. — Чрезвычайно важно, чтобы граждане были хорошо информированы, при этом необходимо защищать демократические институты от коррупции».

Политика также затрагивает Панде лично. Ее мать — Мринал Панде, одна из ведущих журналисток Индии, которую недавно обвинили в антиправительственной деятельности за репортаж о массовых протестах фермеров.

«Активная свободная пресса необходима для эффективной демократии», — говорит Рохини. — Для политиков это может быть неприятным раздражителем, но без этого они будут действовать вслепую, а расплачиваться за это будет страна».

Вопреки общепринятым суждениям

Эффективные финансовые организации также играют важную роль в развитии, и Панде в своей работе неоднократно ставила под сомнение общепринятые мнения.

Ее статья, посвященная сельским банкам, опубликованная совместно с Робинем Бурджессом из Лондонской школы экономики в 2005 году, поставила под сомнение распространенное в то время суждение о том, что, поскольку сельские банки, имеющие государственную поддержку, нерентабельны, они не годятся для поддержки развития. Однако, как показали исследователи, модель сельских банков была нацелена не столько на достижение рентабельности, сколько на работу

с бедным населением и сокращение бедности. Если оценивать их работу на основании этого критерия, то сельские банки, особенно в Индии, добивались своих основных целей.

«Эта статья внесла чрезвычайно важный вклад в экономику развития, показав причинно-следственные связи между кредитованием и сокращением бедности», — рассказала руководитель миссии МВФ Петя Топалова в интервью *ФЭР*. Топалова была приглашенным научным сотрудником в Гарвардском университете и участвовала в ее исследовании.

В смежной области микрофинансирования Панде оспорила точку зрения о том, что для предотвращения дефолтов по кредитам платежи в погашение задолженности следует производить часто. Руководствуясь главной задачей этой инициативы, за несколько лет она обнаружила, что более гибкий подход к погашению задолженности имеет определенные преимущества, такие как снижение транзакционных издержек, ослабление финансового бремени заемщиков и увеличение инвестиций в бизнес.

Совместно с лауреатом Нобелевской премии и частым партнером по совместной работе Эстер Дюфло из Массачусетского технологического института (МТИ) Панде опровергла глубоко укоренившееся представление о роли гидроэлектростанций в развитии. Ученые доказали, что строительство ГЭС на самом деле оборачивается ростом бедности в местах их сооружения, поскольку приводит к дестабилизации привычной жизни и к вынужденному переселению населения, при этом более бедное население не получает за это достаточной компенсации. Несмотря на то что уровень бедности снижается в районах, располагающихся вниз по течению рек, такие выгоды не оправдывают ухудшение положения жителей, проживающих вблизи станций.

Эти выводы не всем пришлись по душе. Высокопоставленный сотрудник Всемирного банка пожаловался руководству профессорско-преподавательского состава по вопросам развития в Йельском университете и в МТИ, чем вызвал их немалое изумление. Такой протест «был обусловлен тем, что в то время — примерно в 2005 году — господствовало мнение о том, что крупные инфраструктурные проекты играли важную роль в обеспечении экономического роста, тогда как распределение доходов было менее важным», — говорит Панде.

«Рохини обладает уникальным чувством сопереживания, — говорит Дюфло. — Благодаря этому она лучше понимает аспекты жизни людей, о которых я даже не задумывалась. Долгий путь, который мы вместе проделали от первоначального предположения до завершения научной работы, которую можно было бы опубликовать, стал для меня одним из самых запоминающихся в нашей совместной работе».

Гендерная политика

Совместно с Дюфло и Топаловой Панде изучала вопросы представительства женщин в политике и гендерного равенства.

Десять лет назад они изучали то, каким образом квоты на представительство женщин в местных органах власти влияют на воспринимаемую населением эффективность их работы. В 1993 году в Индии были внесены поправки в конституцию, согласно которым в органах местного самоуправления женщинам отводилась треть мест. В период с 1992 по 2005 год доля женщин среди местных руководителей возросла с 5 до 40 процентов.

Авторы провели обследование 7000 домохозяйств в 495 произвольно отобранных деревнях в преимущественно сельском и бедном районе Бирбум в Западной Бенгалии. В каждом из домохозяйств в выборке они опрашивали одного взрослого мужчину, одну взрослую женщину и всех детей в возрасте от 11 до 15 лет.

Они обнаружили, что чем больше жители имеют дело с женщинами-руководителями, тем больше они воспринимают их как действенных руководителей. Они также узнали, что имея перед глазами пример женщин-руководителей, родители могли задумываться о более серьезных перспективах для своих дочерей, а девочки могли строить более смелые планы на будущее. «Долгосрочное влияние нашей работы состояло в том, что пример женщин на руководящих постах может на самом деле изменить представления людей», — говорит Панде.

Несмотря на то что эффект примера для подражания был очевиден, исследование не выявило признаков изменения возможностей на рынке труда для молодых женщин. Поскольку «примерно 100 миллионов женщин в Индии говорят, что согласились бы работать, если бы получили такое предложение», по словам Панде, это доказывает, что они, скорее, предпочли бы иметь работу, чем заниматься домашним хозяйством.

Поэтому Панде уделяет особое внимание социальным нормам, препятствующим их занятости. По её словам, преодолеть такие представления можно, например, предоставив женщинам возможность распоряжаться собственными заработанными деньгами.

Однако помимо банковского счета женщинам необходимо финансовое образование, о чем говорится в недавнем исследовании Панде, проведенном совместно с Симон Шейнер из Университета Южной Калифорнии.

«Обучение женщин базовым банковским навыкам, чтобы они могли напрямую зачислять средства на счет, а не просто открыть банковский счет или не иметь его вовсе, позволяет им более активно участвовать в государственной программе социального обеспечения и устраиваться на работу в частном секторе», — говорит Шейнер.

Панде подчеркивает, что сообщества по интересам «способны доказать, что женщине есть чему поучиться у других и есть на кого опереться, а также показать, что представления в глазах общественности о работающих женщинах, возможно, не такие негативные, как представляется», — писала она в журнале *ET Evoke* — издании газеты *India's Economic Times*.

От коррупции к климату

Изменение позиций — еще один важный аспект деятельности Панде в области борьбы с коррупцией. В ее широко цитируемой научной работе, посвященной обзору и анализу коррупции, проведенной совместно с Бенджамином Олкеном из МТИ, опровергается мнение о том, что более бедные страны в большей степени уязвимы к коррупции, поскольку они готовы мириться ней. Напротив, авторы продемонстрировали, что «люди в богатых странах, возможно, не менее коррумпированы, чем в бедных странах, при этом единственное, что их отличает, — это институты», указав на необходимость повышения прозрачности и укрепления механизмов контроля.

Интерес Панде к вопросам коррупции привел ее к теме климата, хотя это произошло, скорее, случайно. Немногим более десяти лет назад она познакомилась с Ами Яджник, обучавшейся на курсе Гарвардского университета для руководителей. Ами была юристом в Совете штата Гуджарат по борьбе с загрязнением окружающей среды, а сейчас является членом парламента штата Гуджарат. У них состоялся разговор о трудностях получения достоверных данных о выбросах.

Этот вопрос интересовал Панде, поскольку она изучала, как можно улучшить качество информации путем урегулирования конфликтов интересов между предприятиями, загрязняющими окружающую среду, и органами регулирования. «Мой интерес к экологии был в основном продиктован размышлениями о коррупции», — говорит она. Она работала с Дюфло и Майклом Гринстоуном из Чикагского университета над выравниванием стимулов, чтобы получить надежную информацию об организациях, загрязняющих окружающую среду.

Одной из рекомендаций стал отход от порядка, разрешавшего компаниям, загрязняющим окружающую среду, выбирать аудиторов по собственному усмотрению, что создавало конфликт интересов. Вместо этого предлагалось назначать аудиторов на произвольной основе и выплачивать им фиксированную ставку. В то время как такая политика приводила к сокращению коррупции, в их другом исследовании говорится о том, что потенциальные издержки заключаются в неспособности учитывать, что некоторые наблюдатели могут иметь ценную необработанную информацию, и это дает основание предполагать, что будет трудно находить баланс интересов всех сторон. Как бы то ни было, более качественная информация может иметь неопределимое значение для регулирования выбросов углерода и борьбы с изменением климата. Панде и ее коллеги в настоящее время изучают возможность сокращения выбросов путем создания систем торговли выбросами, которые стали возможны благодаря инновациям в области непрерывного мониторинга.

Подобные институциональные изменения могут нанести серьезный удар по последствиям изменения климата. Как показала оценка Панде и ее коллег, получение достоверной информации о выбросах предприятий, которое станет возможным благодаря инновациям и непрерывному мониторингу, поможет смягчить общие последствия загрязнения окружающей среды на 30 процентов.

Панде сотрудничает со многими разработчиками политики по вопросам изменения климата. В 2019 году в рамках созданного в Гарвардском университете центра «Evidence for Policy Design» она помогла запустить первую в мире систему торговли квотами на выбросы твердых частиц в штате Гуджарат.

Наставничество

Панде — преданный делу наставник. В письме в поддержку присуждения ей премии Кэролайн Шоу Белл и в ходе церемонии награждения в ее адрес высказывались многочисленные слова признательности и восхищения от бывших и нынешних студентов.

«В Рохини все необычно», — сказала в интервью *Ф&Р* Наталья Ригол, профессор Гарварда, которая была одной из ее подопечных. Панде щедро отдает себя людям, что

«для этой профессии является чем-то беспрецедентным», — говорит Ригол. Она отмечает, что Панде всегда настаивает на упоминании в числе авторов научных работ всех участвующих в исследовании сотрудников — даже самых младших.

Для того чтобы повысить вовлеченность и равноправие женщин, изучающих экономику, Панде применяет свои экспертные знания в работе с организациями. В числе ее рекомендаций — устранение стереотипов, признание разнообразных точек зрения и мнений, стандартизация критериев оценки кандидатов на замещение должностей и повышение осведомленности о примерах для подражания среди женщин. Она настойчиво напоминает коллегам-преподавателям о необходимости включать, как минимум, одну женщину в число участников семинаров, и даже грозились бойкотировать конференции, в которых отсутствовал достаточный гендерный баланс. Студенты экономического факультета заявили, что их воодушевил пример Панде, когда они направили запрос и добились того, чтобы несколько портретов белых преподавателей-мужчин убрали из вестибюля главного входа в здание факультета. Что касается самой Панде, то для нее источниками вдохновения служат Клаудиа Голдин из Гарварда и Пенни Голдберг из Йельского университета.

Для того чтобы повысить вовлеченность и равноправие женщин, изучающих экономику, Панде применяет свои экспертные знания в работе с организациями.

Панде пользуется ответным уважением. Голдин говорит, что на нее «всегда производит впечатление щедрость Рохини как преподавателя, ее преданность как наставника и ее неустанные усилия по распространению общественных благ во всех их проявлениях (в том числе в виде вкуснейших блюд)». Что касается Голдберга, то она приводит в качестве примера «новаторские исследования Панде, ее обязательность при подготовке публикаций и ее руководство центром экономического роста в Йельском университете».

Новая инициатива, названная Inclusion Economics («Инклюзивная экономика»), является главной точкой приложения усилий Панде по борьбе с бедностью. В своей деятельности Центр под руководством Панде и Чарити Тройер Мур, располагающийся в Йельском университете, использует подходы на основе данных, которые помогают бедному населению усилить свое влияние и получить причитающиеся ему по праву выгоды от экономического роста.

«Мы имеем дело с порочным кругом усиления неравенства и ослабления институтов, особенно демократических институтов, который будет усугубляться в условиях глобальных ограничений экономического роста», — говорит Панде. — «Какие институциональные реформы смогут помочь нам разорвать этот порочный круг и вместо этого создать синергию более качественных институтов и снижения неравенства?» **ФР**

ПИТЕР ДЖ. УОКЕР — штатный сотрудник журнала «*Финансы и развитие*».



Интересы людей во главу угла

Тревор Мануэль, дольше всех занимавший пост министра финансов Южной Африки, размышляет о потерянном десятилетии в этой стране и финансировании принимаемых в Африке мер в ответ на COVID-19

КОГДА РЕЖИМ АПАРТЕИДА в Южной Африке сдал власть после первых демократических выборов в 1994 году, экономика была в полном упадке и характеризовалась крайним неравенством. Стоимость обслуживания долга в процентах ВВП была непосильной. Тревор Мануэль, долгое время принимавший участие в борьбе с апартеидом и назначенный министром финансов, принял трудное решение. Он пересмотрел процесс

составления бюджета и установил жесткий целевой показатель сокращения бюджетного дефицита. К 2006 году темпы роста экономики были максимальными более чем за два десятилетия, а дефицит бюджета был близок к нулю — немногие могли предположить, что такого удастся добиться. «Одно из качеств лидера — это не бояться настоять на своем по некоторым вопросам, если твоя позиция обоснована», — говорит Мануэль. Он следует этому принципу на протяжении всей своей карьеры. Будучи беспощадным критиком «старого порядка», он в своей деятельности на постах председателя Комитета по развитию Всемирного банка и главы Комитета по реформе управления МВФ решительно поставил на международную повестку вопрос прав голоса и представительства стран с формирующимся рынком и развивающихся стран.

Он продолжает отстаивать необходимость создания равных условий, работая в качестве специального представителя Африканского союза по вопросам ответных мер африканских стран в связи с COVID-19, до этого проработав 20 лет на министерских постах при первых четырех президентах демократической Южной Африки. В интервью с сотрудницей Ф&Р Аналисой Бала Мануэль рассказал о проблемах Южной Африки и о том, какие ресурсы необходимы для преодоления пандемии в Африке.

Ф&Р: Будучи министром финансов, Вы осуществили сложные бюджетные реформы и в итоге курировали наиболее длительный этап экономического роста в Южной Африке. Что Вы посоветуете странам, перед которыми стоит трудный выбор?

ТМ: Согласно Конституции, члены Кабинета, как все вместе, так и каждый в отдельности, подотчетны парламенту. Бюджет представляет собой эту коллективную ответственность, поэтому моей задачей как министра финансов было убедить Кабинет в том, что нам нужно снизить отношение долга к ВВП. Мы учредили технические комитеты в Казначействе, предложив другим министерствам объяснить их потребности в расходах, и создали среднесрочную программу расходов для улучшения планирования. За несколько месяцев до дня представления бюджета в парламенте мы представляли ему бюджетный отчет с указанием объема расходов в соответствии с приоритетами правительства. В определенном смысле эта система была разработана таким образом, что мы были обязаны жить по средствам, это было нашей сильной стороной. Мы могли договариваться о том, как вести дела, потому что люди хотели внести свой вклад в демократический процесс.

Теперь уже такого отношения нет. Десятилетие Джейкоба Зумы было не просто «потерянным», как будто время остановилось. Это был шаг назад. Считалось, что Казначейство обладает слишком большой властью, поэтому президент пытался расформировать его. Это ослабление привело к тому, что мы сейчас имеем. Была ослаблена способность собирать налоги, а масштабная коррупция подорвала нашу

эффективность распределения средств в целом. Хотя у власти та же партия, страна очень сильно изменилась.

Ф&Р: После окончания международной изоляции Южная Африка превратилась в один из наиболее перспективных формирующихся рынков в мире, но в последние годы она отстает по своим показателям от аналогичных стран. Что ей мешает?

ТМ: По оценкам, 60 процентов членов федерации профсоюзов COSATU являются государственными служащими. Если сравнить зарплаты государственных служащих в Южной Африке с подобными странами с формирующимся рынком по среднему показателю ППС [паритета покупательной способности], дела у них идут относительно хорошо. Но это истощает государственные ресурсы.

Когда я был министром, многие сотрудники Казначейства работали там не потому, что им чрезвычайно хорошо платили. Существовал командный дух, заставлявший их добиваться результатов; это и является движущей силой перемен. Когда вы берете на себя общую ответственность и можете договориться о программе действий, которая не продиктована идеологией, вы создаете учреждения, способные пережить министров. Идеологическая чистота — вот что в наибольшей степени замедляет процесс преобразований в Южной Африке.

Ф&Р: В стране долгое время существует проблема неравенства. Что можно делать по-другому?

ТМ: Чрезвычайно важно обеспечить систему социальной защиты — в Южной Африке она в плачевном состоянии. А это означает постоянный пересмотр понятия «социальные доходы». Это нечто большее, чем просто пособия по безработице. Речь идет о том, чтобы система социального обеспечения служила тем, кто больше всего в ней нуждается. Речь идет о качестве образования и здравоохранения и о том, чтобы у людей был доступ к чистой воде, средствам санитарии и системе сбора отходов.

Один ученик средней школы, живущий в неформальном поселении под названием Косово, в прошлом году окончил школу с 99-процентным баллом по математике и 100-процентным по физике. Косово на первом месте в стране по числу убийств. Каждый вечер он занимался в своей лачуге под шум выстрелов. Проблемы неравенства невозможно решить, не изменив условия жизни этих учеников. Дать определение термину «социальный капитал» непросто, но он отражается в уверенности молодых людей, вышедших из эффективной системы образования: он позволяет им расширить круг своих возможностей.

Ф&Р: По Вашей оценке, дефицит финансирования ответных мер в связи с пандемией в Африке составит примерно 100 млрд долларов США в год в течение следующих трех лет. Как странам покрыть этот дефицит?

ТМ: Нам как представителям было поручено найти решение проблемы, по-прежнему связанной со значительным риском, — растущей стоимости обслуживания долга. Очевидно, что начать нужно было с МВФ и «Большой двадцатки». Так была создана Инициатива по приостановке выплат в счет обслуживания долга. Из более чем 12 млрд долларов США, подлежащих отсрочке, было выделено лишь порядка 5 миллиардов. Это капля в море.

В октябре 2008 года, после краха Lehman Brothers, встреча «Большой двадцатки» впервые состоялась на уровне глав государств. К апрелю 2009 года было согласовано предложение о распределении СДР [специальных прав заимствования]. Сегодня миру необходимы столь же высокие лидерские качества. Нам необходимо новое распределение СДР и обсуждение вопроса о том, как применить неиспользованные СДР для повышения ликвидности в странах с низкими доходами и в испытывающих трудности странах со средним уровнем дохода.

Ф&Р: Размышляя об усилиях по облегчению долгового бремени в прошлом, о чем следует помнить сегодня?

ТМ: В определенный момент нужно будет обсудить тему сокращения долга аналогично совместной инициативе МВФ и Всемирного банка по облегчению долгового бремени, начатой в 1996 году. Если опустить споры о том, были ли приемлемыми установленные условия, она принесла пользу ряду стран. Разница в том, что сейчас намного больше развивающихся стран имеет доступ к рынкам капитала. Есть страны, которым крайне необходимы меры по сокращению долга, но они боятся, что их кредитный рейтинг будет снижен, если они обратятся за помощью. Они оказались между двух огней.

Ф&Р: Вы выросли в сегрегированном городе в бедном районе, и это способствовало тому, что Вы стали участником движения сопротивления в Кейптауне и в результате оказались в тюрьме. Что помогло Вам пережить трудности и как Вы смогли сохранить трезвость мышления, став членом Кабинета?

ТМ: Я не позволял обстоятельствам повелевать мной. Моя мать всегда присутствовала в моей жизни, когда в ней происходили важные события. На ее похоронах в прошлом году я сказал, что всегда искал ее глазами в аудитории, представляя бюджет. Самым важным для меня было знать, что она понимает мои слова. Я могу говорить об «экономических концепциях», но какое это имеет значение, если люди, на жизнь которых влияют эти решения, не понимают, что это означает лично для них? Люди — вот что важно в жизни. Их нельзя подвести. **ФР**

Интервью было сокращено и отредактировано для большей ясности.



Валютное объединение

Валютный союз, охватывающий всю Западную Африку, обещает выгоды, но на пути к его созданию существует множество препятствий

Эсвар Прасад и Вера Сонгве

Во время пандемии COVID-19 страны с развитой экономикой обратились к центральным банкам, предоставившим экономике обширную поддержку в виде ликвидности, чтобы избежать еще более глубокого глобального экономического кризиса. Африканским странам требовалось 100 млрд долларов США в виде стимулирующих мер в ответ на пандемию, но у них не было способов профинансировать такое вливание капитала. Помогли бы им мощные региональные центральные банки или даже континентальный центральный банк? Региональный опыт Экономического сообщества государств Западной Африки (ЭКОВАС) дает представление о том, какие условия необходимы для достижения валютной интеграции. Но он также наглядно демонстрирует границы такого подхода, стоящие перед континентом трудности и некоторые фундаментальные вопросы, которые необходимо решить для повышения устойчивости в этом регионе и содействия поиску альтернативных путей обеспечения региональной интеграции.

Лидеры 15 стран-членов ЭКОВАС намеревались создать денежно-кредитный и валютный союз к концу 2020 года, но отказались от этого срока, потому что эта группа стран была не готова. Они были далеки от сближения макроэкономических показателей, особенно аналогичных уровней инфляции и достаточно низких коэффициентов государственного долга к ВВП, необходимых для успешного функционирования такого союза. С началом пандемии COVID-19, имевшей масштабные последствия для экономики и здравоохранения, идея о создании какого-либо союза отошла на второй план для стран, входящих в учрежденное 46 лет назад ЭКОВАС.

Тем не менее этот регион по-прежнему стремится к созданию валютного союза, который может принести бесчисленные выгоды. Валютный союз ЭКОВАС мог бы способствовать улучшению торговых и инвестиционных потоков в регионе, повышению дисциплины макроэкономической и структурной политики в странах-членах и укреплению стабильности перед лицом внешних потрясений. Валютный союз при наличии прочного центрального банка помог бы региону лучше справиться с пагубными экономическими последствиями пандемии COVID-19. Он также мог бы служить ориентиром для инфляционных ожиданий в регионе и катализатором полезных реформ рынков труда и продукции. Кроме того, валютный союз может оказывать дисциплинирующее влияние извне на налогово-бюджетную политику.

Желание создать валютный союз также отражает глубокое стремление к более тесной экономической интеграции между странами в этом регионе и, фактически, на континенте в целом, о чем свидетельствует появление Африканской континентальной зоны свободной торговли (АФКЗСТ). Вне зависимости от сроков осуществления проекта создания валютного союза, и, возможно, даже от результата, существует множество других элементов интеграции,

в которых эти страны могут достичь прогресса, а некоторые уже достигли определенных успехов.

Препятствия на пути к интеграции

Чем ближе такие экономические показатели стран, как рост и инфляция, тем более целесообразна общая денежно-кредитная политика. В рамках ЭКОВАС существуют многочисленные различия, представляющие собой значительные препятствия на пути к введению единой валюты для 15 стран, — в частности, различия в уровне развития, размере экономики, численности населения и экономической структуре.

Шесть из 15 стран можно классифицировать как страны со средним уровнем дохода (годовой доход на душу населения не менее 1000 долларов США по рыночному обменному курсу); остальные являются странами с низким уровнем дохода.

Различия в размере экономики грандиозны. На Нигерию, крупнейшую экономику континента, приходится примерно 67 процентов ВВП ЭКОВАС, тогда как на пять стран-членов с наименьшим объемом экономики приходится в совокупности менее 2 процентов.

Различия в численности населения лишь немногим менее значительны. В трех странах — Нигерии, Гане и Кот-д'Ивуаре — проживает 67 процентов 350-миллионного населения ЭКОВАС, а в шести странах, в каждой из которых насчитывается менее 10 миллионов человек, проживает в совокупности 7 процентов населения ЭКОВАС.

Структура экономики в странах региона также различна. Присутствуют как экспортеры, так и импортеры нефти. Во многих странах основным источником ВВП и экспорта являются сельское хозяйство и добывающие отрасли промышленности, а в некоторых присутствует обрабатывающая промышленность.

В связи с этими различиями рост ВВП и инфляция неравномерны в разных странах. Разница показателей роста ВВП и инфляции в странах ЭКОВАС в значительной степени объясняется изменениями относительных цен экспорта и импорта, но эти так называемые «шоки, связанные с условиями торговли», несимметричны в рамках региона. Например, воздействие изменения цен на нефть на экспортера нефти Нигерию сильно отличается от воздействия на импортеров нефти.

Эти несоответствия представляют собой существенные технические и административные трудности в деле создания единой валюты для 15 стран. Поскольку страны-члены обладают разными производственными и экономическими структурами, утрата механизма корректировки, то есть независимой валюты и денежно-кредитной политики, перекладывает тяжелое бремя поддержания стабильности на налоговую политику и политику в области расходов. Такие потрясения, как пандемия COVID-19, оказывающие различное воздействие на экономику стран региона, указывают на трудности, связанные с утратой ключевого инструмента политики. Например, Нигерия

намного более других стран пострадала от падения цен на нефть на ранних этапах пандемии.

Более того, восемь стран ЭКОВАС, в основном франкоязычных, уже являются членами валютного союза: Бенин, Буркина-Фасо, Гвинея-Бисау, Кот-д'Ивуар, Мали, Нигер, Сенегал и Того. У этих членов Западноафриканского экономического и валютного союза (ЗАЭВС) общая денежно-кредитная политика и валюта — франк КФА, привязанный к евро. Этот валютный союз является успешным, отчасти потому что его члены обладают аналогичной экономической структурой и, будучи странами с небольшим размером экономики, они получают выгоду от наличия общего центрального банка.

Страны ЭКОВАС более разнородны, что создает ряд дополнительных препятствий технического, операционного и политического характера для формирования хорошо функционирующего и долговременного валютного союза, способного принести экономические выгоды сообществу ЭКОВАС. Звучат призывы к созданию более широкого панафриканского валютного союза. В таком случае эти препятствия были бы еще более труднопреодолимыми в связи с более значительными диспропорциями.

В то же время следует признать, что страны в регионе ЭКОВАС уже осуществляют интеграцию посредством потоков людей, товаров и услуг. Еще одна точка зрения на затронутые ранее вопросы заключается в том, что для их решения необходимо найти способы развития и активизации этой интеграции.

Укрепление связей

АфКЗСТ, по состоянию на февраль 2021 года формально ратифицированная 36 из 54 подписавшихся стран, предусматривает значительное снижение тарифов и иных препятствий для свободного перемещения сырья, товаров и услуг в Африке. Она является выразителем общего мнения стран Африки по вопросам политики в области мировой торговли на международных форумах. АфКЗСТ будет содействовать интеграции между странами ЭКОВАС и укреплять их торговые связи с другими странами континента.

ЭКОВАС также приняло меры для содействия торговой интеграции между его членами, включая План ЭКОВАС по либерализации торговли и единый внешний тариф, введенный в 2015 году. Но некоторые барьеры еще не устранены: страны по-разному применяют тарифы и сохраняют другие ограничения на трансграничную торговлю. Был достигнут определенный прогресс: национальные правительства приняли меры на уровне стран с целью устранения препятствий для торговых потоков; эти меры дополняются продолжающейся работой на региональном уровне. Однако необходимы дополнительные усилия для ликвидации явных и скрытых барьеров для торговли в рамках региона.

Такая интеграция была бы полезна для этого региона за счет сокращения препятствий для трансграничных потоков товаров, капитала и рабочей силы и подготовила

бы регион к возможному валютному союзу. Более свободные потоки, безусловно, имеют и обратную сторону. Они могут усложнить процесс разработки внутренней политики. Ничем не ограниченные потоки в регионе могут способствовать циклам подъемов и спадов на рынках недвижимости и других активов в некоторых странах. Более того, перемещение работников из одной страны ЭКОВАС в другую в поисках лучших возможностей может вызвать социальную и политическую напряженность.

Шаги на пути к усилению интеграции

Лидеры ЭКОВАС должны решить, какой уровень экономического союза необходим для содействия стабильности валютного союза. ЭКОВАС и другие страны Африки могут извлечь важные уроки из опыта зоны евро. Крупные чистые бюджетные трансферты в страны с более слабой экономикой, особенно во время долгового кризиса в еврозоне и после него, создали огромный политический и экономический стресс, угрожавший распадом валютного союза. Поскольку нормы банковского регулирования в странах еврозоны различались, проблемы финансовой системы в некоторых странах с высокими спредами заимствований усилили стресс для всей системы.

Полноценный экономический союз, конечно, не является обязательным условием для успешного функционирования валютного союза. Но при отсутствии сближения макроэкономических показателей и прочных институциональных основ частичный союз может стать источником чрезвычайно сильного стресса. Например, различные темпы роста производительности в разных странах могут потребовать бюджетных трансфертов, что, в свою очередь, создаст политическую напряженность, если это не будет компенсировано другими механизмами корректировки, такими как уравнивание потоков капитала и рабочей силы. Эту проблему наглядно демонстрируют напряженные отношения в еврозоне между странами, составляющими экономическую основу, и странами, экономика которых испытывает стресс.

Существуют и другие вопросы, влияющие как на темпы, так и на устойчивость роста в регионе ЭКОВАС, а также на равномерность его распределения, вне зависимости от наличия валютного союза. К таким вопросам относится развитие и интеграция регионального финансового рынка, особенно в той мере, в какой он имеет отношение к рынкам государственных и корпоративных облигаций и денежным рынкам. Также важно сделать финансовые услуги доступными большему числу людей (финансовая интеграция) с помощью традиционных и новых технологий, таких как мобильные банковские услуги. Полезным также является скоординированное регулирование финансовых рынков, включая банки и небанковские финансовые учреждения, связи между которыми в регионе укрепляются.

На региональном уровне необходима прочная институциональная основа. Ключевым элементом является единообразие мер регулирования сделок по счету теку-

ших операций и счету операций с капиталом для содействия более свободному потоку товаров, услуг и капитала. Создание региональной платежной системы, надлежащим образом интегрированной с национальными и глобальными платежными системами и позволяющей ускорить осуществление трансграничных операций, облегчило бы торговлю в регионе. Другим важным приоритетом является обеспечение согласованного банковского надзора и регулирования с учетом как рисков, связанных с конкретным учреждением, так и системных рисков.

Эффективный региональный механизм сбора макроэкономических и финансовых данных наряду с многосторонним надзором, обеспечивающим перекрестную проверку направленности политики стран ЭКОВАС, мог бы помочь странам в поддержании надлежащей дисциплины даже в случае оказания давления в стране с целью смягчения политики. Было бы целесообразным создание механизма объединения рисков среди членов для преодоления внешних шоков (например, шоков, связанных с ценами на сырьевые товары, и даже таких из ряда вон выходящих событий, как пандемия COVID-19), воздействующих на одни страны сильнее, чем на другие.

Альтернативные подходы

Также заслуживают рассмотрения альтернативные подходы, способствующие повышению объема региональной торговли и укреплению финансовой интеграции. Например, в азиатских странах действует обширный набор торговых и финансовых соглашений, но каждая страна сохраняет независимость в области денежно-кредитной политики. Региональные механизмы распределения рисков, такие как Чиангмайская инициатива, предусматривающая, в частности, частичное объединение валютных резервов стран-участниц, выполняют ряд предлагаемых функций валютного союза.

Остается открытым вопрос, будут ли такие региональные торговые и финансовые соглашения так же полезны, как валютный союз, в том, что касается торговых потоков и расширения экономической интеграции. Однако опыт Европы, где валютный союз пошел на пользу торговле и инвестиционным потокам, но также вызвал экономическую и политическую напряженность между странами еврозоны, служит предостережением против поспешного создания валютного союза. Кроме того, в свете азиатского подхода и прогресса в создании АфКЗСТ стоит подумать о том, станет ли набор соглашений о содействии торговле и финансовой интеграции полезным (а, возможно, даже необходимым) предшественником более прочного и устойчивого валютного союза ЭКОВАС.

Последующие шаги

Лидеры ЭКОВАС должны тщательно обдумать значительные расходы, операционные вопросы и риски переходного периода, связанные с созданием валютного союза. Различия в производственной и экономической струк-

туре стран-участниц означают, что потеря независимой валюты и денежно-кредитной политики создаст значительную нагрузку на меры политики в других областях в каждой стране.

Недавний опыт еврозоны подсказывает, что валютную зону можно укрепить посредством более широкого экономического союза, включая банковский союз, объединенную систему финансового регулирования и единые учреждения, лежащие в основе функционирования рынков труда и продукции. Это долгосрочные вопросы для рассмотрения лидерами ЭКОВАС. Для обеспечения активного и устойчивого роста и более равномерного распределения преимуществ роста в регионе ЭКОВАС также требуются развитие и интеграция регионального финансового рынка и расширение охвата финансовыми услугами с помощью традиционных и новых технологий.

Создание единой валюты ЭКОВАС будет важным и амбициозным проектом, способным принести многочисленные выгоды.

Создание единой валюты ЭКОВАС будет важным и амбициозным проектом, способным принести многочисленные выгоды. Если лидеры возьмут на себя обязательство создать устойчивые политические и институциональные основы, способные обеспечить благоприятное соотношение преимуществ и рисков, результатом может стать рост экономического благополучия и процветания стран ЭКОВАС.

Пандемия COVID-19 способствовала возобновлению обсуждения в Африке вопроса о том, какие инструменты денежно-кредитной политики необходимы для преодоления этого кризиса, и, вероятно, вызовет новую волну заинтересованности в создании Африканского валютного фонда. Уроки, извлеченные из опыта ЭКОВАС, принесут неоценимую пользу в том случае, если такая организация станет реальностью. **ФР**

ЭСВАР ПРАСАД — преподаватель Корнельского университета и старший научный сотрудник Брукингского института.

ВЕРА СОНГВЕ — заместитель Генерального секретаря Организации Объединенных Наций и исполнительный секретарь Экономической комиссии для Африки, а также внештатный научный сотрудник Брукингского института.

При подготовке настоящей статьи широко использованы материалы готовящейся к публикации книги авторов *A Single Currency for West Africa: A Driver of Regional Integration?* («Единая валюта для Западной Африки: станет ли она движущей силой региональной интеграции?»), Brookings Institution Press, июль 2021 года.



УРАВНЕНИЕ НЕРАВЕНСТВА



Центральным банкам следует лучше распространять информацию о распределительных эффектах денежно-кредитной политики

Нина Будина, Кьяра Фратто, Дениз Иган
и Элен Пуарсон

Центральные банки во всем мире реагируют на экономические последствия пандемии COVID-19 путем значительного смягчения денежно-кредитной политики, включая сокращение процентных ставок и покупку активов. Такие адаптивные меры политики сыграли свою роль в ограничении последствий пандемии. Но приводят ли эти меры в то же время к росту неравенства — вопрос спорный. Считается, что денежно-кредитная политика отчасти ответственна за рост рынков акций с низких пандемийных уровней, что в первую очередь является хорошей новостью в основном для богатых. Однако смягчение денежно-кредитной политики способно и сокращать неравенство; например, потому, что низкие процентные ставки могут побуждать малые предприятия брать кредиты и нанимать рабочую силу.

Итак, в целом, мягкая денежно-кредитная политика увеличивает или сокращает неравенство?

Познакомьтесь с Сэмсонами

Обсуждение денежно-кредитной политики часто бывает довольно абстрактным, так что давайте порассуждаем о ней на более личном уровне. Что это значит для вас, когда ваш центральный банк смягчает денежно-кредитную политику? Хорошо это или плохо для ваших финансов, и как обстоят у вас дела по сравнению с другими? На базовом уровне это зависит от ваших доходов, богатства, сбережений и долгов.

В качестве иллюстрации давайте познакомимся с Сэмсонами — гипотетической семьей в составе Лизы, молодой женщины двадцати с небольшим лет; ее родителей Маргариты и Гомеро; и ее дяди Артуро, бухгалтера на шестом десятке. Как смягчение денежно-кредитной политики затрагивает их?

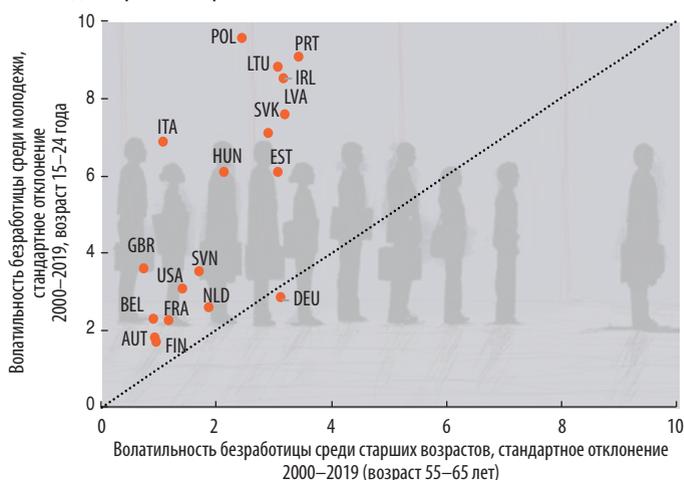
Начнем с Лизы, которая работает официанткой, чтобы оплачивать свое заочное обучение на медсестру. Сейчас она низкоквалифицированный работник и зарабатывает меньше, чем старшие, более квалифицированные и более опытные работники, такие как ее дядя Артуро. В ходе рецессии Лиза также с большей вероятностью может лишиться работы и стать безработной (см. рис. 1).

К счастью для Лизы, смягчение денежно-кредитной политики смягчает влияние рецессий на безработицу. Действуя через этот канал трудового дохода, смягчение денежно-кредитной политики стимулирует экономическую активность и сокращает безработицу, принося непропорционально большие выгоды более молодым, менее опытным и ниже оплачиваемым работникам, которые часто первыми теряют работу при наступлении рецессии. В отсутствие смягчения денежно-кредитной политики Лиза с большей вероятностью потеряла бы работу, а разрыв в трудовых доходах между ней

Рисунок 1

Молодо-зелено

Молодые могут стать безработными с большей вероятностью, чем люди старшего возраста.



Источники: Организация экономического сотрудничества и развития; расчеты персонала МБФ.

Примечание. Молодые люди, которые обычно зарабатывают меньше, сталкиваются с повышенным риском безработицы, поскольку безработица среди молодежи более чувствительна к экономическим циклам. Данные помечены кодами стран Международной организации по стандартизации (ИСО).

и ее дядей стал бы еще больше. Даже если бы Лиза нашла новую работу, такая работа могла бы быть нестабильной — например, на краткосрочном трудовом договоре и с минимальным соцпакетом.

Теперь посмотрим на Артуро, который получает зарплату, имеет доход от капитала — инвестиций в облигации и акции — и владеет собственным домом. Сниженные процентные ставки увеличат его доход от капитала; поэтому Артуро выиграет через канал состава дохода, равно как и от роста стоимости своих инвестиций в облигации, акции и недвижимость через канал бухгалтерского баланса. Лиза же не выиграет напрямую ни от повышения дохода от капитала, ни от роста цен на активы, поскольку никаких активов у нее нет.

Наконец, рассмотрим случай Маргариты и Гомеро — пенсионеров, всю свою жизнь откладывавших сбережения, которые живут на свой пенсионный доход и проценты с банковских вкладов. Их накопления превышают их расходы. Лиза, с ее кредитами на обучение и на автомобиль, — чистый заемщик. При снижении процентных ставок Лиза должна будет банку меньше процентных выплат — либо потому, что ее ставка снизится (если кредит выдан по плавающей



ставке), либо потому, что она сможет рефинансировать его по более низкой ставке. Но Маргарита и Гомеро проигрывают, так как их процентный доход в результате сокращения процентных ставок упадет (причем возможно, что упадет он и в реальном выражении, так как смягчение денежно-кредитной политики может разогнать инфляцию). А их пенсионный доход может снизиться в реальном выражении.

При прочих равных условиях смягчение денежно-кредитной политики в общем случае невыгодно для владельцев сбережений с небольшими долгами и большими банковскими вкладами, но приносит пользу чистым заемщикам (Auclert, 2019; Tzamourani, 2021). Иными словами, оно перераспределяет средства от тех, кто делает сбережения, к заемщикам: этот канал известен как «перераспределение сбережений».

Победителем объявляется...

Чистый эффект для Лизы, ее родителей и ее дяди будет зависеть от комбинированного воздействия мер денежно-кредитной политики по различным каналам, поскольку по некоторым каналам они выиграют, а по другим — проигрывают.

Лиза, например, выиграет от смягчения денежно-кредитной политики через свои трудовые доходы и за счет снижения стоимости обслуживания долга, хотя и не получит непосредственных выгод от роста цен на активы.

Артуро в результате смягчения денежно-кредитной политики выиграет и от повышения своих трудовых доходов, и от роста дохода от капитала, но, если он чистый «сберегатель», он понесет потери, так как его процентный доход сократится. Потери Маргариты и Гомеро от снижения процентного дохода от их сбережений могут компенсироваться

повышением стоимости их дома — а также тем, что им больше не придется помогать своей в прошлом испытывавшей финансовые затруднения дочери, если денежно-кредитные меры помогут ей получить работу.

Различные каналы

Как мы видим на примере Сэмпсонов, масштаб распределительных эффектов от смягчения денежно-кредитной политики зависит от относительной важности различных каналов, которая также может варьироваться в зависимости от характеристик различных стран.

Например, в странах с более широким доступом к финансовым услугам бедным домашним хозяйствам легче получить доступ к кредиту, и они с большей вероятностью могут быть в состоянии брать ипотеку на покупку жилья — а значит, они выигрывают от снижения процентных ставок. В других странах люди, в основном покупающие дома за собственные средства, выгоды от более низких ставок не получают. В странах с основанными на банках финансовыми системами люди, держащие свои сбережения на банковских вкладах и не имеющие долгов, в результате смягчения денежно-кредитной политики могут оказаться в проигрыше из-за воздействия канала перераспределения сбережений. В странах с более развитыми системами социальной защиты снижение риска безработицы для работников с понизившимися доходами в результате смягчения денежно-кредитной политики может ощущаться в меньшей степени, чем в странах с менее развитой системой социальной защиты.

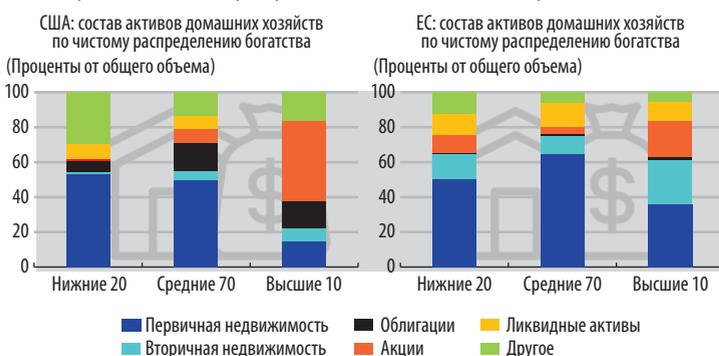
В Европейском союзе и США воздействие балансового канала на неравенство может различаться в зависимости от видов активов, которыми владеют люди. Доход от капитала в основном имеет наибольшее значение для самых богатых домашних хозяйств, потому что у них больше финансовых активов. Это особенно верно в случае США, где почти две трети активов самых состоятельных 10 процентов населения составляют облигации (16 процентов) и акции (46 процентов — см. рис. 2). За исключением этой группы, недвижимость является основным активом большинства домашних хозяйств и в ЕС, и в США. Это означает, что воздействие смягчения денежно-кредитной политики может иметь большие уравнивающие эффекты через цены на жилье, чем через доход от капитала, а люди с ипотекой выигрывают и от снижения платежей в погашение долга.

Исследования (проведенные до COVID-19), которые сочетают несколько из вышеуказанных каналов, демонстрируют в целом смешанные и зачастую экономически незначительные чистые распределительные эффекты от временного смягчения денежно-кредитной политики с определенной вариативностью между странами и традиционными (процентные ставки) и нетрадиционными (покупка активов) мерами денежно-кредитной политики. В США, например, в результате смягчения денежно-кредитной политики неравенство доходов возрастает,

Рисунок 2

Вид собственности имеет значение

Люди в разных сегментах распределения богатства владеют разными активами.



Источники: Обзор финансов и потребления домашних хозяйств (2016) для ЕС; Обзор потребительских финансов (2016) для США; расчеты персонала МВФ.
Примечание. Группа ЕС включает в себя Австрию, Бельгию, Венгрию, Германию, Грецию, Испанию, Кипр, Ирландию, Италию, Латвию, Литву, Мальту, Нидерланды, Польшу, Португалию, Словакию, Словению, Финляндию, Францию и Эстонию.

а неравенство потребления падает, но эти эффекты незначительны и имеют временный характер (Kaplan, Moll, and Violante, 2018).

Главный вопрос

С учетом растущих разрывов в доходах и богатстве и при ограниченности бюджетов многих стран должна ли денежно-кредитная политика делать больше для сокращения неравенства?

Проблема заключается в том, что денежно-кредитная политика — тупой инструмент, плохо приспособленный для решения проблем, стоящих перед конкретными демографическими и социально-экономическими группами. Кроме того, добавление центральным банкам еще одной задачи может подорвать эффективность денежно-кредитной политики, поскольку стремление к сокращению неравенства может противоречить их мандату на поддержание стабильности цен и объема производства. Другие действующие лица, в первую очередь правительства, способны лучше заниматься проблемами, связанными с ростом неравенства, с учетом того, что эти долгосрочные тенденции зависят в основном от структурных факторов и требуют более тонких инструментов для целевой работы с теми или иными группами.

Если центральные банки останутся сфокусированными на своей основной функции, у них будут развязаны руки, для того чтобы заниматься тем, что у них получается лучше всего: предпринимать необходимые меры для противодействия экономическим спадам и защиты рабочих мест при поддержании стабильности цен. При этом центральным банкам следует лучше понимать и учитывать в своих основах политики различия между домашними хозяйствами, в том числе путем моделирования и анализа распределения доходов и богатства, что влияет на передачу воздействия денежно-кредитной политики.

В то же время поддерживающая налогово-бюджетная политика и структурные реформы в сочетании со смягчением денежно-кредитной политики могут улучшить как макроэкономические, так и распределительные результаты. Целевая налогово-бюджетная поддержка в сочетании с тщательно спланированными структурными реформами (такими как активные меры политики на рынке труда, включая содействие в поиске работы и переподготовку) особенно хорошо подходит для работы с растущим неравенством и помощи тем, кто остался за бортом экономической трансформации.

Ключевая роль центральных банков в дебатах о неравенстве (в том числе во время COVID-19) состоит в четкой коммуникации через различные каналы, включая выступления официальных лиц центральных банков, официальные отчеты и мероприятия по налаживанию связей с общественностью, распределительных эффектов от мер денежно-кредитной политики, как положительных, так и отрицательных. Они должны разъяснять, как предпринимаемые ими действия могут увеличивать совокупное благосостояние путем расширения воз-

можностей занятости для самых бедных и сокращения неравенства потребления. Четкая коммуникация крайне важна для сохранения общественного доверия и разъяснения возможностей, предоставляемых центробанкам их мандатами.

Крупные центральные банки уже начинают явным образом обсуждать распределительные эффекты от своих действий (Carney, 2016; Lane, 2019). Федеральная резервная система также недавно пересмотрела свой мандат, в том числе путем выделения максимальной занятости как инклюзивной цели общего характера и акцента на преимуществах денежно-кредитного стимулирования для бедных.

После COVID-19

Пандемия приводит к значительным распределительным эффектам, и дебаты о неравенстве продолжаются, в том числе в контексте центральных банков. Относительная важность различных каналов, через которые денежно-кредитная политика влияет на неравенство, может измениться, если пандемия надолго изменит распределение доходов и богатства.

Хотя макроэкономическая стабильность остается основной целью центральных банков, они все же должны играть определенную роль путем коммуникации, мониторинга и анализа распределительных эффектов денежно-кредитной политики. Центральным банкам также следует подчеркивать альтернативные факты — общий рост благосостояния благодаря предпринимаемым мерам денежно-кредитной политики, несмотря на возможные распределительные эффекты. Наконец, центральные банки должны разъяснять, что устойчивый рост неравенства и долгосрочное сокращение процентных ставок в основном приводятся в действие структурными факторами, совладать с которыми можно только с помощью других мер государственной политики. **ФР**

НИНА БУДИНА — старший экономист, а **ЭЛЕН ПУАРСОН** — заместитель начальника управления Департамента МВФ по вопросам стратегии, политики и анализа. **КЬЯРА ФРАТТО** — экономист Департамента стран Западного полушария МВФ. **ДЕНИЗ ИГАН** — начальник отдела Исследовательского департамента МВФ.

Эта статья основана на недавнем Рабочем документе МВФ («Распределительные эффекты денежно-кредитной политики») авторов статьи, а также Валентины Бонифачио, Луиса Брандао-Мареса, Балаша Чонто, Филиппа Энглера, Давиде Фурчери, Руи Мано, Мачико Нарита, Мурада Омоева и Гурнаина Пасричи.

Литература

- Audert, A. 2019. "Monetary Policy and the Redistribution Channel." *American Economic Review* 109 (6): 2333–367.
- Carney, M. 2016. "The Spectre of Monetarism." Roscoe Lecture, John Moores University, Liverpool, UK, December 5.
- Kaplan, G., B. Moll, and G. L. Violante. 2018. "Monetary Policy According to HANK." *American Economic Review* 108 (3): 697–743.
- Lane, P. 2019. "Households and the Transmission of Monetary Policy." Speech at the Central Bank of Ireland/ECB Conference on Household Finance and Consumption, Dublin, December 16.
- Tzamourani, P. 2021. "The Interest Rate Exposure of Euro Area Households." *European Economic Review* 132 (February): 103643.

Риск и рентабельность: стремление к более высокой доходности

Снижение нормы прибыли вынуждает инвесторов идти на риск, что может стать причиной экономической и финансовой нестабильности

Джей Сурти



КОГДА ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ высокие, а инфляция низкая, инвестиции — самое выгодное решение: держатели сбережений легко могут получить доход, просто вложив свои средства в казначейские векселя или аналогичные безопасные активы. Однако все становится сложнее, когда процентные ставки низкие, как в большинстве стран с развитой экономикой со времен мирового финансового кризиса 2008–2009 годов, а в некоторых и еще дольше. Устав от нулевых или близких к нулевым процентным ставкам, держатели сбережений могут склониться к тому, чтобы поэкспериментировать с более рискованными активами или стратегиями в надежде на более высокую прибыль. Экономисты называют это стремлением к более высокой доходности.

Индивидуальные инвесторы могут перевести деньги со сберегательных счетов на фондовый рынок. Компании могут стремиться увеличить доходы за счет спекулятивных инвестиций, финансируемых с помощью заемных средств, поскольку заимствования дешевы. Финансовые организации, например, банки и страховые компании, могут заключать рискованные сделки, чтобы сохранить прибыль или даже выжить. Однако повышение риска портфелей увеличивает вероятность убытков. Повышение уровня задолженности означает, что компании оказываются в более неустойчивом положении в случае неблагоприятных шоков. В итоге возрастает институциональная уязвимость и повышается вероятность экономической и финансовой нестабильности.

Безопасные активы, рискованные активы

Потенциал к принятию рисков и склонность к ним варьируются: все домашние хозяйства, компании и финансовые организации действуют по-разному. Однако все они подвергаются влиянию одних и тех же сил. Особо важное значение имеет равновесная процентная ставка по казначейским векселям (ставка процента, при которой сумма спроса на деньги равна

сумме предложения денег). Доходность безопасных активов влияет на доходность других инвестиций, в том числе долгосрочных государственных облигаций, банковских вкладов, а также облигаций и акций компаний. Повышение и снижение доходности этих более рискованных активов, как правило, повторяет динамику доходности безопасных активов.

Склонность к поиску более высокой доходности возрастает, когда доходность безопасных активов падает до очень низких уровней в течение продолжительного периода, как было в Японии и ряде европейских стран в последние двадцать лет. Для населения это оборачивается низкой доходностью сбережений и снижением темпов накопления богатства. Это затрудняет реализацию жизненных целей, таких как покупка жилья, накопление на спокойную старость или передача богатства детям.

Домашние хозяйства будут стараться компенсировать потери за счет увеличения сбережений и сокращения расходов. (Важным исключением является Япония, где более старшее и богатое население, у которого меньше необходимости приумножать страховые сбережения и больше возможностей для поиска более высокой доходности, вкладывает средства в высокорискованные облигации и акции стран с формирующимся рынком.) Вследствие сокращения заимствований и потребления домашних хозяйств уменьшается спрос на реализуемые компаниями товары и услуги. В итоге снижаются продажи и прибыль предприятий. Страдает и финансовый сектор. Сокращается объем банковского кредитования населения. Когда процентные ставки снижаются до очень низких уровней, сокращается разница между ставками по банковским кредитам и депозитам. В совокупности это приводит к снижению прибыли.

Стратегии поиска более высокой доходности

Компании обычно пытаются компенсировать дефицит потребления, вызванный ростом сбережений домашних хозяйств, используя в своих целях низкие процентные ставки и заимствования для финансирования высокорискованных инвестиций с высокой доходностью. Обычно это происходит одним из двух способов. Компании могут вложить средства в финансовые ценные бумаги с высокой доходностью. Или они могут расширить бизнес на новые сектора или страны путем создания дочернего предприятия или покупки существующей компании. Долговой компонент таких операций, как правило, выше, а вклад собственной нераспределенной прибыли или других ресурсов компании ниже, чем был бы в случае, если расширение было бы естественным результатом устойчивого экономического роста и прибыли компании.

Как и компании, финансовые организации задействуют различные стратегии поиска более высокой доходности. Крупные банки могут расширить бизнес на другие страны, в которых экономический рост и доходность инвестиций выше. Средние банки могут расширить свое присутствие на внутреннем рынке, в разных секторах или регионах, забирая себе долю рынка небольших местных кредиторов. Небольшие банки, в свою очередь, могут осуществить слияние или начать сотрудничество со средними банками или друг с другом в целях противодействия конкуренции.

Экономисты не выступают против принятия риска в целях повышения доходов как такового: некоторые физические и юридические лица справляются с управлением риском лучше, чем остальные, и принятие риска не обязательно представляет угрозу экономическому росту и финансовой стабильности. Однако стратегии поиска более высокой доходности могут иметь системные последствия, если будут широко использоваться компаниями и финансовыми организациями. Это станет поводом для беспокойства для директивных органов.

Риски для экономики

Стремление к более высокой доходности может повысить вероятность более глубоких и затяжных рецессий. При возникновении негативных экономических шоков компании с высокой задолженностью будут вынуждены сокращать инвестиции в более значительных объемах и в течение более продолжительного времени, чем если бы не были обременены долгами. Это приведет к снижению национального дохода и экономического роста. Некоторые из них объявят дефолт по кредитам, что окажет давление на прибыль банков, ограничивая их возможности расширять кредитование, и таким образом приведет к еще большему снижению экономического роста. Некоторые банки могут даже не пережить этого.

Компании, которые используют долговые инструменты для финансирования рискованных сделок по поглощению, сталкиваются с новыми трудноуправляемыми рисками. Компания из США, которая осуществляет заимствования на внутреннем рынке, чтобы расширить бизнес на внешние, или компания из страны с формирующимся рынком, осуществляющая заимствования в США, чтобы расширить бизнес на внутреннем рынке, может столкнуться с серьезным риском изменения обменного курса. Поскольку они выплачивают кредиты и проценты в долларах, а доходы получают в иностранной валюте, укрепление курса доллара может существенно увеличить их долговую нагрузку. Компании используют механизмы финансовых рынков для хеджирования таких рисков, но им слишком дорого делать это в полном объеме. Когда убытки все же возникнут, они могут оказаться значительными.

Поскольку доллар является мировой валютой фондирования, стимулы для поиска более высокой доходности, возникающие вследствие длительных периодов низких процентных ставок в США, распространяются не только на американские банки и компании. Фирмы из других стран также могут осуществлять заимствования в США в целях инвестирования в инструменты с более высокой доходностью на внутреннем

рынке. Эта игра на разнице процентных ставок сопряжена с финансовым риском, поскольку любое ужесточение денежно-кредитной политики в США (или шок на внутреннем рынке) может привести к приносящему убытки укреплению курса доллара. Паника на финансовых рынках 2013 года стала одним из случаев, когда крупные компании стран с формирующимся рынком понесли убытки от игры на разнице процентных ставок вследствие повышения курса доллара. Эти убытки были достаточно значительными, чтобы нанести заметный ущерб рыночной стоимости компаний. В некоторых случаях убытки вызвали рост волатильности на внутренних финансовых рынках.

Банки, расширяющие свою деятельность на зарубежные рынки, могут столкнуться с убытками, если не адаптируются к новым трудностям управления риском. Например, головной офис банка может считать наиболее эффективным расширение деятельности в другой стране путем делегирования операционных решений местным управляющим. Однако затем перед банком встает более сложная задача обеспечения эффективного стимулирования деятельности. Он может склоняться к тому, чтобы поставить уровень оплаты и продвижения по службе в зависимости от нереалистично высокого уровня прибыли и таким образом подтолкнуть местных управляющих к принятию слишком большого количества рисков.

Компании, которые используют долговые инструменты для финансирования рискованных сделок по поглощению, сталкиваются с новыми трудноуправляемыми рисками.

Наконец, консолидация банковского сектора за счет слияний малых банков или их поглощения более крупными банками может подавить конкуренцию. Это может привести к увеличению стоимости заимствования, особенно для домашних хозяйств и предприятий малого бизнеса, для которых возрастает стоимость потребления и инвестиций, а это — серьезное препятствие для всеобъемлющего роста.

Стремление к более высокой доходности может иметь преимущества. Если рискованные сделки оказываются рентабельными, они увеличивают доход от сбережений и инвестиций, когда процентные ставки низкие и сложно получить доход. Они также распространяют капитал на новые рынки. Однако директивные органы должны осознавать опасности, особенно спекулятивных инвестиций, финансируемых за счет заемных средств. Некоторые сделки неминуемо закончатся неудачей. Когда это произойдет, последствия для экономической и финансовой стабильности могут быть серьезными. **ФР**

ДЖЕЙ СУРТИ — заместитель начальника отдела в Департаменте денежно-кредитных систем и рынков капитала МВФ.



Гражданство *на продажу*

Программы выдачи паспортов в обмен на инвестиции сопряжены с рисками для финансовой добросовестности, которые требуют сдерживания

Франсиска Фернандо, Джонатан Памполина
и Робин Сайкс

Когда страны, стремясь снизить распространение коронавируса, закрыли свои границы, второй паспорт стал весьма желанным товаром для тех, кто мог его себе позволить. Хотя это и не новое явление — на протяжении ряда лет некоторые страны открывали программы «золотого паспорта», — начало пандемии вызвало новый интерес. Цена второго гражданства — которое иногда можно получить всего за 30 дней — варьируется от 100 000 до 2,5 миллиона долларов. Среди многочисленных стран, предлагающих такие сделки, — Антигуа и Барбуда, Вануату, Гренада, Иордания, Кипр Мальта и Сент-Китс и Невис.

Из-за непрозрачности таких программ доступной статистики о торговле паспортами мало. Однако фирмы, предоставляющие такого рода услуги, сообщали о росте популярности вторых паспортов в разгар пандемии. Количество запросов от состоятельных клиентов из стран с развитой экономикой резко взлетело. Повышенному спросу способствовало и то, что некоторые страны начали предлагать скидки.

Второй паспорт дает много преимуществ, таких как возможность путешествовать без виз и найти укрытие от политического преследования, военных конфликтов или беспорядков. Он также может быть выгоден с точки зрения налогов и управления благосостоянием. Обычно заполучить «золотой паспорт» стремятся, в первую очередь, граждане автократических стран, где слаб принцип верховенства закона.

Но когда возникла угроза, что из-за наплыва больных с коронавирусом системы здравоохранения могут оказаться перегруженными до начала вакцинации, состоятельные люди из развитых демократических стран тоже задумались о путях отступления. Странам, стремящимся восстановить пострадавшую от пандемии экономику, продажа паспортов может показаться легким способом привлечь доходы и инвестиции. В прошлом такие механизмы создавали большие притоки капитала, которые могли иметь значительные экономические и финансовые последствия, например доходы, получаемые от таких программ в Карибском бассейне (см. IMF Working Paper No. 20/8). Некоторые страны прибегали к этим программам, чтобы пополнить бюджет после природных катастроф (например, сокращение налоговых поступлений, после того как ураган Мария обрушился на Доминику, было частично компенсировано поступлениями от программ «золотых паспортов»).

В конечном счете вопрос о том, кому предоставить гражданство, — решение каждого государства. Однако риски, связанные с продажей гражданства, могут быть высоки. Существуют многочисленные задокументированные свидетельства злоупотреблений, включая коррупцию, отмывание денег, уклонение от уплаты налогов и другие преступления. В отсутствие должного управления рисками эти программы могут нанести репутационный ущерб странам, а также негативно повлиять на экономическую и финансовую стабильность и усугубить рост неравенства.

Новое гражданство может скрывать более высокую степень риска. Преступники и террористы могут заинтересоваться странами, которые предоставляют убежище от правоохранительных органов и не грозят экстрадицией. Они могут скрываться в новой стране под видом другой личности и тем самым получить доступ

к финансовым продуктам или уйти от санкций и попадания в «черные списки». Второе гражданство может быть использовано для сокрытия банковского счета, который по международным налоговым правилам должен был быть задекларирован, или человек может попытаться стать гражданином страны, не присоединившейся к соглашениям об обмене налоговой информацией.

Риски подобных программ могут распространиться и на другие страны. Члены организованных преступных групп могут воспользоваться новоприобретенными паспортами для свободного перемещения между странами и организации нелегальных предприятий за границей. Европейская комиссия запустила процедуру разбирательства в отношении двух своих членов (Кипра и Мальты) за то, что те предлагали «золотые паспорта» людям, не имеющим «подлинной связи» с Европейским союзом. По заявлению Комиссии, такие действия угрожают целостности статуса гражданства ЕС в целом, поскольку гражданин одного члена ЕС имеет право свободно пребывать, жить и работать в любой из остальных 26 стран-членов.

Предоставление гражданства в обмен на инвестиции может способствовать коррупции и возникновению возможностей для извлечения ренты. Без должного надзора чиновники могут начать брать взятки или оставлять себе деньги, уплачиваемые в виде пошлин. Если такие программы привязаны к конкретным отраслям, из-за них может развиваться чрезмерная зависимость, ведущая к экономическим дисбалансам. Например, некоторые

Что такое программы «золотых паспортов»?

Схемы «золотых паспортов» позволяют людям и членам их семей получить новое гражданство в обмен на целевые инвестиции и/или взносы.

Инвестиции и взносы. Они включают в себя прямые денежные взносы в покупку государственных долговых инструментов (например, инвестиции в государственные облигации или государственные ценные бумаги), инвестиции в конкретные отрасли (например, недвижимость или строительство) или основание предприятия. Для получения гражданства обычно требуется сумма в размере от 100 000 до 2,5 миллиона долларов (не включая пошлин на подачу и обработку заявления), которая может быть внесена различными способами (например, единым авансовым платежом, в рассрочку или при помощи банковского кредита).

Администрирование. Обычно за программу отвечает государственное ведомство, которое может использовать услуги третьих сторон, которые занимаются продвижением программы, организуют подачу заявлений или проводят проверку благонадежности претендентов. Для некоторых из таких программ законом установлены квоты, ограничивающие количество заявлений.

Процесс рассмотрения. Как правило, в ходе рассмотрения заявлений проводится проверка благонадежности (например, подтверждение отсутствия криминального прошлого и проверка третьими сторонами), хотя эти требования варьируются от страны к стране. Рассмотрение заявления может занимать от 30 дней до более года, при этом многие программы предлагают ускоренную процедуру в случае повышения суммы инвестиции или взноса.

Странам, предлагающим такие программы, может быть нанесен репутационный ущерб, что может негативно повлиять на их экономическую и финансовую стабильность.

страны предлагают гражданство инвесторам, приобретающим дорогую недвижимость. Иностранцы могут спровоцировать повышение цен на местном рынке недвижимости и привести к росту «пузырей» на рынке недвижимости.

Правительства других государств могут ввести ответные меры, например начать строже проверять обычных держателей паспортов страны, которая продает свое гражданство без должного контроля. В некоторых случаях странам могут присвоить неблагонадежный статус. Так, Организация экономического сотрудничества и развития ОЭСР публикует список программ с высоким уровнем риска, которые, по мнению организации, позволяют участникам скрывать свои облагаемые налогами активы за рубежом. На неблагоприятное восприятие риска могут отреагировать иностранные банки, что создаст трудности для корреспондентских банковских отношений. Это может иметь далеко идущие последствия для финансовой стабильности.

Оценка программ

МВФ консультирует своих членов по вопросам экономической политики, предоставляя информацию о рисках, связанных с такими программами, и подчеркивая необходимость для каждой страны должным образом уравновешивать риски и преимущества, чтобы избежать негативного воздействия на экономику в целом в долгосрочной перспективе. Например, МВФ провел консультации с государствами-членами относительно рисков, угрожающих финансовой добросовестности, по текущим и прошлым программам во время консультаций по статье IV для Гренады, Доминики, Кипра, Коморских Островов, Мальты, Сент-Китса и Невиса и Сент-Люсии.

- *Страны должны четко понимать эти риски.* Прежде чем запускать или продолжать программы предоставления гражданства в обмен на инвестиции, власти должны тщательно оценить издержки и преимущества, включая свои собственные возможности по управлению рисками, угрожающими финансовой добросовестности. Достаточно ли надежны процедуры рассмотрения заявлений, мониторинга и аннулирования? Насколько эффективно работают вспомогательные механизмы правовой взаимопомощи, обмена налоговой информацией и борьбы с отмыванием денег и финансированием терроризма? Подобный анализ рисков должен проводиться регулярно с учетом меняющейся конъюнктуры.
- *Власти должны организовать надежную процедуру проверки.* Государственные учреждения или третьи стороны, отвечающие за обработку заявок на получение «золотых паспортов», должны вести непрерывную работу по тщательной проверке претендентов, в том числе запрашивая информацию у официальных органов их родных стран и проверяя их по базам данных лиц, находящихся под санкциями, и политически значимых фигур. Агенты, которые занимаются обработкой

заявлений по программам «золотых паспортов», должны проводить надлежащую проверку своих клиентов, устанавливать законность их источников богатства и происхождение их дохода, а также сообщать обо всех подозрительных действиях. Ни один человек не должен получать гражданство в обход тщательной процедуры проверки. Также необходим надзор за всеми отраслями и агентами, участвующими в таких программах, с точки зрения соблюдения ими требований по борьбе с отмыванием денег и финансированием терроризма.

- *Власти должны задуматься о мерах повышения прозрачности и подотчетности.* Одна из возможных мер — публиковать имена тех, кто получил гражданство за инвестиции. Это, в свою очередь, может быть полезно для банков и других коммерческих организаций при осуществлении проверки своих клиентов, а также для органов власти при ведении расследований. Другая возможная мера — снабдить паспорта и другие документы, подтверждающие гражданство, указанием на то, что это «золотые паспорта». Властям также рекомендуется периодически проводить публичный аудит, чтобы убедиться, что доходы от данной программы используются по назначению.
- *Для создания равных условий страны могли бы задуматься об общем региональном подходе.* Скоординированные действия стран, предлагающих «золотые паспорта», могли бы помочь удержать преступников от того, чтобы они подбирали себе гражданство поудобнее, и предотвратить размывание стандартов из-за конкурентной борьбы. Укрепить защитные механизмы помогли бы эффективные инструменты обмена информацией, стандартизация оптимальной практики и повышение прозрачности процедур предоставления (и аннулирования) гражданства. Объединив ресурсы, можно было бы снизить издержки и установить единообразный региональный режим надлежащей проверки благонадежности, мониторинга и применения санкций.

«Золотые паспорта» дают владельцам все привилегии, вытекающие из гражданства данной страны. В конечном счете вопрос о том, кому предоставить гражданство, — решение каждого государства. Однако гражданство и связанные с ним преимущества следует ревностно оберегать и учитывать финансовые и репутационные риски, которые возникают, когда таким ценным ресурсом распоряжаются неразумно. Страны должны тщательно проанализировать, не перевешивают ли на самом деле издержки, связанные с выдачей вторых паспортов негражданам, выгоды такой схемы. В некоторых случаях этот риск может оказаться неоправданным. **ФР**

ФРАНСИСКА ФЕРНАНДО и **ДЖОНАТАН ПАМПОЛИНА** — юриконсульты, а **РОБИН САЙКС** — старший советник-юриконсульт Юридического департамента МВФ.

Что мы должны друг другу

Нам необходим новый общественный договор, соответствующий XXI веку

Минуш Шафик



PHOTO: COURTESY OF THE LONDON SCHOOL OF ECONOMICS

КАЖДЫЙ ЕЖЕДНЕВНО участвует в общественном договоре, но мы редко задумываемся об этом. Тем не менее общественные договоры формируют все аспекты нашей жизни, в частности то, как мы воспитываем своих детей и участвуем в процессе образования, чего ожидаем от своих работодателей и как переживаем болезни и старость. Вся эта деятельность требует от нас сотрудничества с другими ради взаимной выгоды, и условия этого сотрудничества определяют общественный договор, существующий в нашем обществе, и течение нашей жизни.

В основе этого ежедневного взаимодействия лежат законы и нормы. В некоторых обществах для обеспечения взаимной поддержки общественный договор в большей степени опирается на семьи и общины, в других более важную роль играет рынок и государство. Но во всех обществах предполагается, что взрослые люди вносят вклад в общее благо в обмен на свое благополучие в детстве, старости и тогда, когда они не в состоянии о себе позаботиться.

Мой интерес к общественным договорам возник из желания понять глубинные причины возмущения, которое в последнее время проявляется в поляризованной политике, войнах культур, конфликтах по вопросам неравенства и расовой принадлежности, напряженности в отношениях между поколениями из-за изменения климата. Недовольство является повсеместным. Четверо из пяти человек в Европе, Индии, Китае и США считают,

что система не работает в их интересах, а в наиболее развитых странах родители опасаются, что их дети будут менее обеспеченными, чем они (Edelman, 2019). Пандемия многое обнажила, нанеся наиболее сильный удар по наиболее уязвимому населению, — престарелым, больным, женщинам и людям с ненадежной занятостью — и усугубив существующее неравенство.

Эта неудовлетворенность обусловлена в основном тем, что существующие общественные договоры не оправдывают ожиданий людей в отношении как защищенности, так и возможностей. Старые механизмы разрушены различными силами, в том числе теми, общее влияние которых на общество является положительным. В их число входят технологический прогресс, который вершит революцию в сфере работы, и выход на рынок труда все более образованных женщин, что ограничивает их способность осуществлять неоплачиваемый уход за детьми и престарелыми. В дальнейшем старение населения означает, что необходимо изыскивать новые способы поддержки престарелых, а изменение климата вынуждает нас еще усерднее работать над тем, чтобы сделать мир экологически устойчивым.

Однако хорошо то, что возможен новый общественный договор, который может удовлетворить потребность людей в защищенности и возможностях и при этом также решить проблемы, затрагивающие общество в целом. Этот новый общественный договор зависит от трех компонентов: защищенности, разделения рисков и возможностей. Что это означает на практике?

Защищенность

Рынки труда стали более гибкими, и неформальная работа теперь является общей характеристикой жизни как в развивающихся, так и в развитых странах. Мы все более предоставляем сами себе в обществе: работники берут риск на себя, когда речь идет об их доходах, продолжительности их рабочего дня и решении проблем в случае их болезни или безработицы. Баланс слишком далеко сместился в направлении гибкости для работодателей в ущерб защищенности работников.

В каждом обществе может быть установлен нижний предел доходов, ниже которого никто не может опускаться. В развивающихся странах этого можно добиться посредством программ денежных трансфертов, в развитых странах — путем предоставления налоговых кредитов низкооплачиваемым работникам. Общество должно обеспечить доступ по крайней мере к базовому пакету медицинского обслуживания и минимальной государственной пенсии, чтобы не допустить нищеты в старости. Больничные,

Использование талантов каждого не только представляет собой вопрос справедливости, но и является благоприятным для экономики.

страхование на случай безработицы и доступ к переподготовке должны предоставляться независимо от типа трудового договора. В развивающихся странах это означает вовлечение большего числа работников в организованный сектор, в развитых странах — обязательную оплату работодателями соцпакета работникам с гибкими условиями труда. Суть в том, что каждый должен иметь минимальный уровень защищенности для достойной жизни.

Разделение рисков

Слишком много рисков в нашем обществе несут отдельные люди, тогда как управление этими рисками другими или на коллективной основе было бы более эффективным. Возможность для работодателей гибко подходить к найму и увольнению работников в зависимости от условий на рынке применима в тех случаях, когда работникам гарантировано страхование на случай безработицы и переподготовка, до тех пор пока они не найдут новую работу. Риски, связанные с экономическими шоками, должны быть разделены между работодателями и обществом в целом, а не возлагаться исключительно на отдельных людей.

Аналогичное перебалансирование рисков должно произойти в отношении ухода за детьми, здравоохранения и старости. Например, неясно, почему издержки, связанные с родительским отпуском, как правило, несут работодатели, тогда как его финансирование за счет общего налогообложения обеспечивает более равные условия для мужчин и женщин на рынке труда и облегчает бремя для компаний, особенно небольших.

Аналогичным образом, многими рисками в сфере здравоохранения можно эффективнее управлять путем их объединения в отношении большой совокупности населения при активном побуждении людей управлять рисками посредством рациона питания и физической активности. Увязка пенсионных возрастов с ожидаемой продолжительностью жизни гарантирует создание людьми достаточных сбережений для своей пенсии. Финансовую безопасность в старости можно финансировать за счет общего налогообложения, а не путем ее увязки с трудовой деятельностью, как это обычно делается, а автоматический охват пенсионными планами и страхованием для ухода по старости обеспечивает людям большую безопасность на закате их жизни.

Возможности

Слишком часто способности людей пропадают даром, поскольку людям не дают возможности двигаться вперед. Например, для того чтобы уровень доходов человека повысился с ниже среднего до среднего, в Дании требуется

в среднем примерно два поколения, в Соединенном Королевстве и США — пять, а в таких странах, как Бразилия, Колумбия и Южная Африка — более девяти поколений. В большинстве стран архитектура возможностей зачастую сдерживает продвижение женщин, меньшинства и детей, родившихся в семьях или местах, которые являются бедными.

Однако использование талантов каждого не только представляет собой вопрос справедливости, но и является благоприятным для экономики. Так, на улучшение использования всех талантливых кадров в обществе приходится от 20 до 40 процентов прироста производительности экономики США в период с 1960 по 2010 годы (Hsieh et al., 2019). Изменения, внесенные в законы и нормы, означали, что работодатели, вместо того чтобы опираться на ограниченный кадровый резерв, представленный в основном белыми мужчинами, были в состоянии выбирать из более широкого круга квалификаций и осуществлять подбор на рабочие места оптимально подходивших им лиц. Аналогичным образом, если бы современные «потерянные эйнштейны» (женщины, меньшинства и люди с низкими доходами) могли заниматься инновациями в той же степени, что и белые мужчины из семей с высокими доходами, уровень прорывов мог бы учетвериться (Bell et al., 2017).

Как использовать все эти талантливые кадры? Следует начинать на раннем этапе: первые 1000 дней жизни имеют наиболее важное значение для развития мозга. Вмешательство в течение этого периода является наиболее эффективным способом выравнивания возможностей и обеспечения основных навыков для будущего обучения.

Предоставление дополнительного питания дошкольникам и помощь в отношении навыков воспитания детей также обеспечивают улучшение результатов образования и получение более высоких доходов в последующие периоды жизни. Например, на Ямайке дети младшего возраста, которых всего раз в неделю посещал общинный медико-санитарный работник, спустя 20 лет получали доходы на 42 процента выше, чем дети, не имевшие такой поддержки (Gertler et al., 2014).

Вся молодежь должна иметь право на образование и подготовку, а также пожизненное обеспечение оплаты дополнительного повышения квалификации в течение карьеры, которая будет значительно более продолжительной. Сотни исследований в сфере обучения взрослых демонстрируют, как тесная увязка с работодателями, вмешательство на раннем этапе и устойчивое финансирование помогают сохранить занятость людей и их вклад в общество.

При том что большинство стран выравнивали образовательные возможности для девочек и мальчиков, женщины

по-прежнему находятся в невыгодном положении на рабочем месте, поскольку занимаются неоплачиваемой работой по дому примерно на два часа в день больше, чем мужчины. Предоставление более щедрого родительского отпуска, государственное финансирование для поддержки семей и более справедливое разделение труда дома обеспечит более эффективное использование талантливых кадров женского пола и позволит большему числу людей вносить вклад в общее благо.

По средствам ли это?

Новый общественный договор — это не повышение налогов, дальнейшее перераспределение и расширение государства всеобщего благосостояния. Это фундаментальная перестройка и выравнивание того, как распределяются в обществе возможности и защищенность. Он обеспечит повышение производительности и более эффективное разделение вызывающих столь сильное беспокойство рисков, связанных с уходом за детьми, здравоохранением, работой и старостью. Следует облагать налогами то, что мы хотим сократить, например, выбросы углерода и курение, и субсидировать то, чего нам необходимо больше, например, образование и более «зеленую» экономику. Предоставление каждому возможности использовать свой талант и вносить вклад в общество уменьшает необходимость в перераспределении в последующий период.

Важнейшее значение имеет международная система, позволяющая осуществить такие преобразования.

Это означает обеспечение международных финансовых организаций необходимыми ресурсами, чтобы помочь обществам инвестировать в обеспечение минимального дохода, образование, здравоохранение и поддерживать эти сферы. Это также означает улучшение правил глобального налогообложения, с тем чтобы компании платили налоги по месту осуществления экономической деятельности на благо людей там, где эти компании функционируют. Такая международная система укрепит мировую экономику общественным договором, который является как эффективным, так и справедливым и поэтому с большей вероятностью будет пользоваться поддержкой общественности. **ФР**

МИНУШ ШАФИК — директор Лондонской школы экономики и политических наук. Настоящая статья основана на ее недавно изданной книге *What We Owe Each Other: A New Social Contract* («Что мы должны друг другу. Новый общественный договор»).

Литература

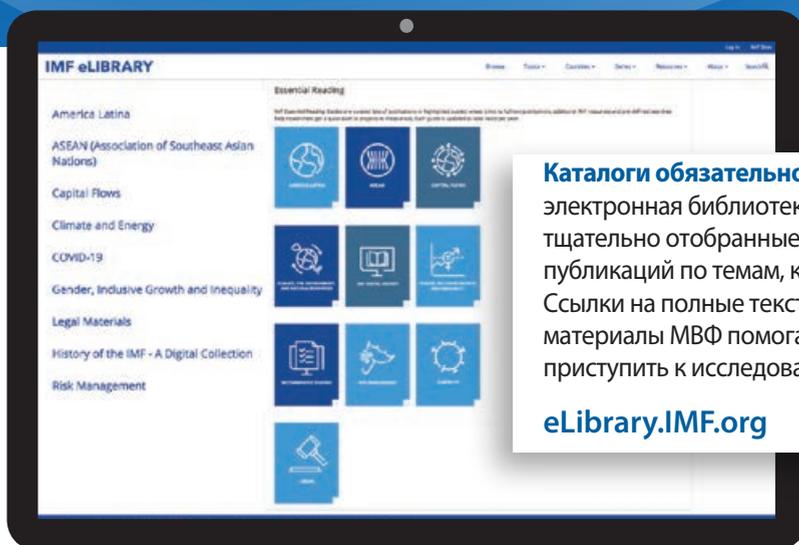
Bell, Alex, Raj Chetty, Xavier Jaravel, Neviana Petkova, and John Van Reenen. 2017. “Who Becomes an Inventor in America? The Importance of Exposure to Innovation.” CEP Discussion Paper 1519, Centre for Economic Performance, London School of Economics.

Edelman Trust Barometer: Global Report. 2019. New York: Edelman.

Gertler, Paul, James Heckman, Rodrigo Pinto, Arianna Zanolini, Christel Vermeersch, Susan Walker, Susan M. Chang, and Sally Grantham-McGregor. 2014. “Labor Market Returns to an Early Childhood Stimulation Intervention in Jamaica.” *Science* 344 (6187): 998–1001.

Hsieh, Chang-Tai, Erik Hurst, Charles I. Jones, and Peter J. Klenow. 2019. “The Allocation of Talent and U.S. Economic Growth.” *Econometrica* 87 (5): 1439–74.

Каталоги обязательной литературы в рамках электронной библиотеки МВФ eLibrary



Каталоги обязательной литературы, которые предлагает электронная библиотека МВФ eLibrary, представляют собой тщательно отобранные списки наиболее актуальных публикаций по темам, которые вызывают большой интерес. Ссылки на полные тексты публикаций в eLibrary и избранные материалы МВФ помогают исследователям быстро приступить к исследовательским проектам.

eLibrary.IMF.org

ДИЛЕММА С СОЗДАНИЕМ РАБОЧИХ МЕСТ

Для обеспечения достаточного уровня занятости в странах с формирующимся рынком потребуется существенное ускорение экономического роста.

В ПРОШЛОМ ГОДУ пандемия COVID-19 спровоцировала беспрецедентное падение экономики в странах с формирующимся рынком, правда за ним вскоре последовал подъем. Хотя экономический рост останется неравномерным, до тех пор пока вакцинация не развернется полным ходом, акцент скоро снова сместится на среднесрочный рост в странах с формирующимся рынком.

До начала пандемии рост в странах с формирующимся рынком долгое время снижался, то есть показатели постепенно ухудшались, несмотря на временные улучшения или ухудшения экономической ситуации. Долгосрочная стагнация, как известно, сопряжена со множеством проблем, включая безработицу. Когда экономический рост замедляется, трудно сохранять людям работу или помогать им найти новые рабочие места.

Как показывает наш документ, недавно опубликованный Институтом международных финансов, горькая правда заключается в том, что для создания достаточного количества рабочих мест в странах с формирующимся рынком темпы экономического роста должны быть выше, чем в последние десять лет. Мы подсчитываем, насколько сильно должна была расти в прошлом экономика стран с формирующимся рынком для создания определенного

количества рабочих мест. Мы используем эти отношения и прогнозы по численности населения до 2035 года, чтобы рассчитать, каким должен быть экономический рост в этих странах в будущем для создания достаточного количества рабочих мест для людей, выходящих на рынок труда, и сохранения при этом стабильного соотношения уровня занятости и численности населения трудоспособного возраста (доли занятого населения трудоспособного возраста).

Мы обнаруживаем, что создание рабочих мест остается непростой задачей, даже несмотря на более медленные темпы прироста населения трудоспособного возраста. Лишь в нескольких странах, включая Индию, высокие темпы роста, необходимые для создания рабочих мест, примерно соответствуют последним показателям. Однако в других странах, например, Бразилии и Южной Африке, безработица возрастет, если темпы экономического роста не повысятся. **ФР**

СЕРЖИ ЛАНАУ — заместитель главного экономиста Института международных финансов. Данная статья основана на материале «Смогут ли ФР создать достаточное количество рабочих мест?», опубликованном в разделе «Экономические взгляды» в январе 2021 года.



Потерянное десятилетие

Снижение роста

Экономический рост в странах с формирующимся рынком значительно замедлился после мирового финансового кризиса, особенно по сравнению со странами с развитой экономикой.

(Среднегодовой рост реального ВВП, в процентах)



Источники: Haver Analytics и Институт международных финансов.

Стагнирующие экономики

Долгосрочная стагнация экономического роста делает создание рабочих мест трудной задачей.





Рост для создания рабочих мест

Замедление темпов прироста населения

Создание достаточного количества рабочих мест останется трудной задачей даже при более медленном росте численности населения трудоспособного возраста.



Необходимы значительные меры

Прошлый опыт показывает, что для создания достаточного количества рабочих мест странам с формирующимся рынком необходим значительный экономический рост.



Дальнейшие шаги

Изменение траектории роста

В последние десять лет экономический рост во многих странах с формирующимся рынком был недостаточным для поддержания занятости.



Разрыв между темпами экономического роста в последние годы (среднее значение за 2015–2019 годы) и темпами экономического роста, необходимыми для поддержания занятости на неизменном уровне, в процентах





ВОЕННЫЕ РАСХОДЫ

В эпоху после пандемии

Усилия стран по укреплению мира на планете могут иметь положительный экономический эффект

Бенедикт Клементс, Санджив Гупта и Саида Хамидова

В 2020 году правительства всех стран мира приняли пакеты мер по стимулированию экономики для борьбы с пандемией COVID-19, причем в странах с развитой экономикой эти мероприятия опережают меры, принимаемые в остальном мире. По мере возобновления роста, предшествовавшего пандемии, возникшие в результате этого крупные бюджетные дефициты необходимо привести в соответствие с имеющимися ресурсами. При этом правительствам придется пересмотреть свою общую налоговую политику и политику расходов. Один из ключевых вопросов заклю-

чается в том, как будут изменяться в течение ближайших нескольких лет основные категории государственных расходов и будут ли расти или снижаться потребности в дополнительных расходах.

Согласно данным Стокгольмского международного института исследования проблем мира, наиболее полному и допускающему сравнения источнику данных о военных расходах, в 2019 году военные расходы поглощали в среднем примерно 6½ процента государственных бюджетов во всем мире. С момента окончания холодной войны в 1990 году расходы на оборону сократились как доля государственных

Мировые военные расходы сократились почти наполовину, с 3,6 процента ВВП в период холодной войны до 1,9 процента ВВП в годы после мирового финансового кризиса.

расходов и как доля общего объема производства экономики (ВВП). Это высвободило место для других форм государственных расходов, например, на образование, здравоохранение и инфраструктуру. Но останутся ли военные расходы на исторически низком уровне? В этой статье мы внимательно рассмотрим военные расходы за длительный период и изложим предварительные последствия для государственных бюджетов.

Тенденции в области военных расходов

Мировые военные расходы, если оценивать их на основе невзвешенных средних показателей по странам, сократились почти наполовину — с 3,6 процента ВВП в период холодной войны (1970–1990 годы) до 1,9 процента ВВП в годы после мирового финансового кризиса (2010–2019 годы) (рис. 1).

Наблюдаемое сокращение военных расходов можно объяснить несколькими факторами, помимо окончания холодной войны и связанного с этим снижения международной напряженности. В странах с развитой экономикой одной из причин может быть сохраняющееся давление в пользу фискальной консолидации, при том что в период после финансового кризиса среднее отношение долга к ВВП сохраняется на уровне свыше 100 процентов. Наступление пандемии COVID-19 и сопутствующая поддержка из бюджетов на борьбу с ней повысили этот показатель еще на 16 процентных пунктов (МВФ, 2021).

Во-вторых, с начала 2000-х годов развивающиеся страны стремятся выделять более серьезную долю своих бюджетов на образование, здравоохранение и инфраструктуру, чтобы удовлетворить растущие потребности населения и стимулировать рост за счет инвестиций в физический и человеческий капитал.

В последнее время акцент сместился на достижение целей ООН в области устойчивого развития, что требует крупного увеличения государственных расходов на развитие человеческого капитала.

Наконец, страны с развитой экономикой сталкиваются с проблемой быстрого старения населения. В отсутствие серьезных реформ пенсионной системы и системы здравоохранения рост расходов, связанных с возрастом, будет продолжать оказывать давление на другие государственные расходы (Clements et al., 2018).

Хотя военные расходы сократились, они значительно различаются в разных странах. На рисунке 2 показано, какие страны тратят на оборону менее 2 процентов ВВП (всего 83 страны), какие — от 2 до 5 процентов (48), и какие — более 5 процентов (7). Несколько стран с раз-

витой экономикой входит в число пятнадцати стран с крупнейшими военными расходами, и на них приходится более 80 процентов военных расходов во всем мире. Несмотря на эту неоднородность нельзя исключать возможности того, что во многих странах с течением времени будет наблюдаться тенденция к аналогичному уровню соотношения расходов и ВВП.

Сближение военных расходов

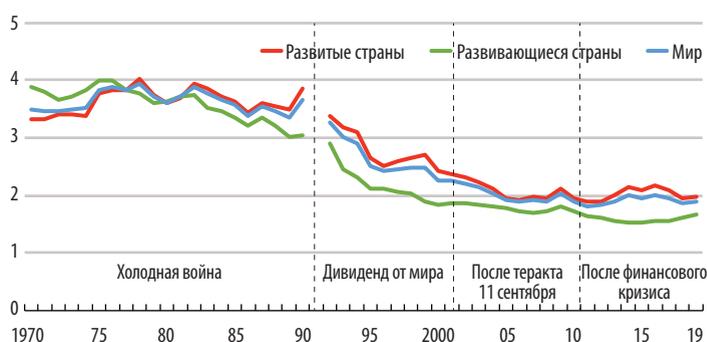
Мы обнаружили, что военные расходы по отношению к ВВП не движутся к общему уровню в 138 странах нашей выборки, а, скорее, идут тремя разными путями (Clements, Gupta, Hamidova, 2021). В первой группе из 20 стран, испытывающих серьезные конфликты, расходы на деле увеличились до значительно более высокого уровня и отклонились от глобальной тенденции (рис. 3 и 4). На эту группу приходится 5 процентов мировых военных расходов, в нее входят Азербайджан, Армения, Демократическая Республика Конго, Оман и Саудовская Аравия.

Во вторую группу входит наибольшее количество стран — 77, из которых 30 являются странами с развитой экономикой, — и на нее приходится более 90 процентов мировых военных расходов. В этой группе расходы в среднем вышли на плато, составляющее 2–2½ процента от ВВП. Их средние расходы на военные нужды по отношению к ВВП значительно снижались с 1990 года до середины 2000-х годов, но с тех пор практически не изменились.

Рисунок 1

Неуклонное снижение

С 1970 года военные расходы во всем мире снизились вдвое (в процентах ВВП)

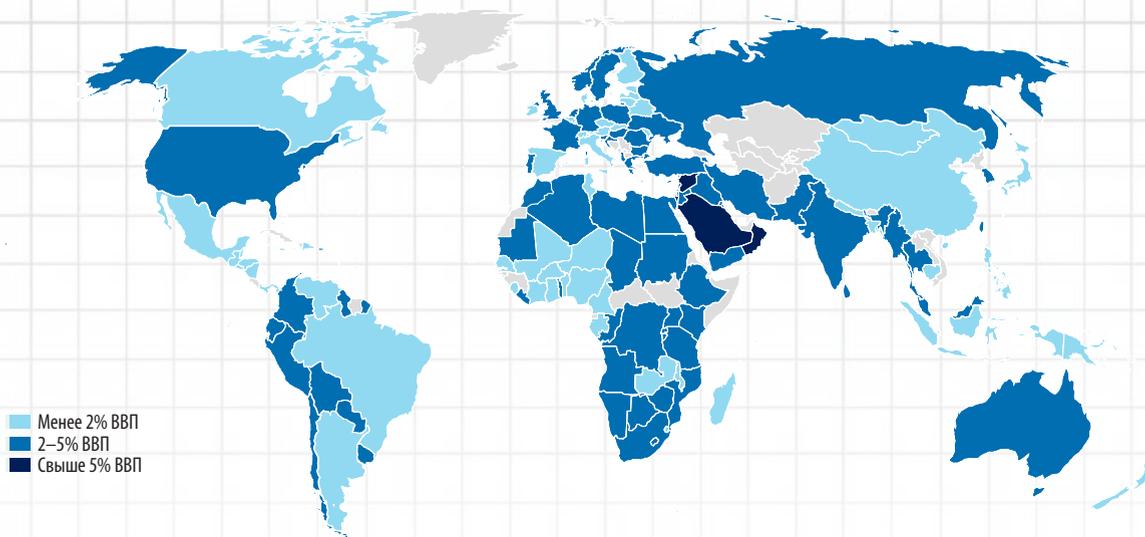


Источник: Стокгольмский международный институт исследования проблем мира.
Примечание. Военные расходы как доля ВВП рассчитаны как невзвешенные средние показатели по странам в пределах каждой группы стран. Данные за 1991 год на глобальной основе отсутствуют в силу распада Советского Союза.

Рисунок 2

Военные расходы по странам

На 15 стран с крупнейшими военными расходами приходится свыше 80 процентов военных расходов всего мира.



Источники: Стокгольмский международный институт исследования проблем мира; «Перспективы развития мировой экономики» МВФ; расчеты авторов.

Примечание. Рисунок иллюстрирует военные расходы в период с 1970 по 2019 гг., за исключением стран, показанных серым цветом, которые не входят в изученную выборку стран.

В эту группу входят Великобритания, Индия, Китай, Россия и США. Все эти страны входят в верхние пятнадцать стран по расходам на военные нужды в абсолютном выражении.

В третьей группе, включающей 41 страну, расходы оказались на еще более низком уровне — чуть менее 1 процента от ВВП. В эту группу входит 41 страна, только две из которых являются странами с развитой экономикой, — Литва и Словения.

Высокие военные расходы соседей могут восприниматься как угроза, что побуждает страну выделять больше средств на оборону.

Существует множество соображений, влияющих на вероятность попадания страны в ту или иную группу по расходам. Во-первых, высокие военные расходы соседей могут восприниматься как угроза, что побуждает страну выделять больше средств на оборону. Кроме того, страна, по всей вероятности, будет тратить больше средств на военные нужды, если она сталкивается со значительной политической нестабильностью, насилием и терроризмом на своей территории. Более того, как обсуждалось ранее, на бюджетные ассигнования на оборону может влиять рост расходов, связанных с возрастом населения, и рас-

ходов на социальные нужды (образование и здравоохранение) в развитых и развивающихся экономиках, соответственно. Конкуренция за бюджетные ресурсы может быть менее острой в развивающихся странах, которые имеют потенциал для сбора более крупных налоговых сумм и стремятся к этому; в странах с развитой экономикой это маловероятно.

Наконец, на вероятность попадания страны в ту или иную группу может влиять членство в военном альянсе, таком как Организация Североатлантического договора (НАТО). Членство в альянсе может оказывать давление в сторону либо увеличения, либо уменьшения военных расходов. Страна, входящая в любой из восьми основных военных альянсов мира, несет определенные обязательства в отношении военных расходов, но при этом получает выгоду от расходов других членов альянса.

Мы обнаружили, что политическая стабильность и низкий риск насилия или терроризма, высокие социальные расходы и низкий уровень военных расходов соседей связаны с большей вероятностью попадания в группы с низкими расходами (группы 2 и 3). Наш анализ показывает, что членство в военных союзах (таких как НАТО) не оказывает заметного влияния на военные расходы.

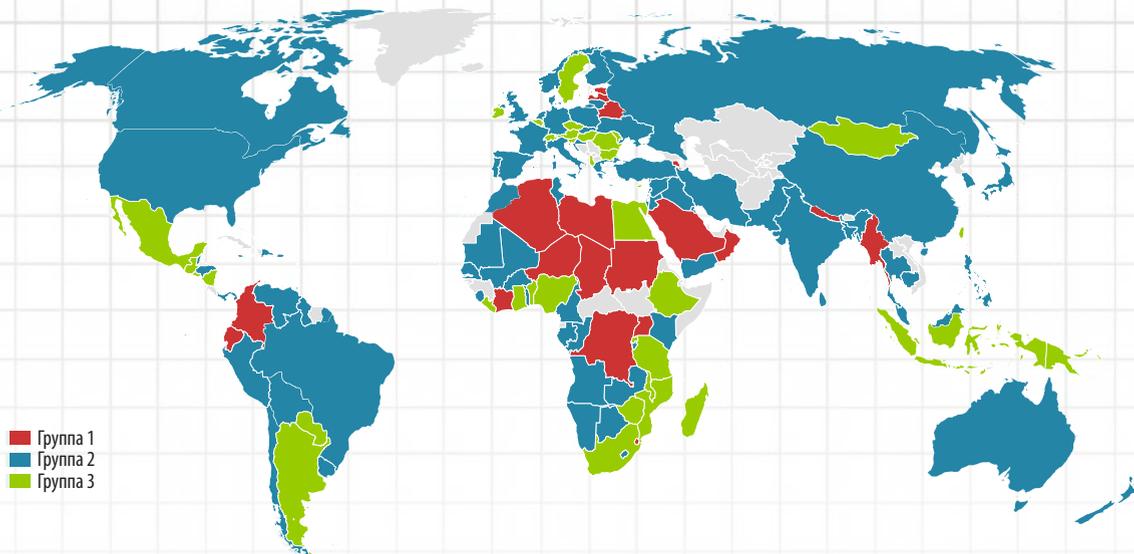
Последствия для эпохи после COVID

Результаты наших исследований показывают различные тенденции в расходах по группам стран. В небольшой группе стран (группа 1) конфликты привели к увеличению расходов до значительно более высокого уровня, а именно 5 про-

Рисунок 3

Глобальное распределение

Военные расходы не сходятся к общему уровню во всем мире: они движутся по трем различным траекториям.



Источники: Стокгольмский международный институт исследования проблем мира; расчеты авторов.

Примечание. Рисунок иллюстрирует военные расходы в период с 1970 по 2019 гг., за исключением стран, показанных серым цветом, которые не входят в изученную выборку стран.

центров ВВП, в то время как в группе, в которой преобладают страны с развивающейся экономикой (группа 3), расходы снизились до относительно низкого уровня. На то, в какую группу попадает страна, влияют ее политическая стабильность и риск насилия, ее социальные расходы, а также военные расходы соседних государств. Эти результаты подчеркивают положительный побочный экономический эффект усилий по укреплению мира на планете путем сокращения внутренних и внешних конфликтов — не только для экономического роста, но и для государственных бюджетов за счет сокращения военных расходов.

Для самой крупной группы стран (группа 2) будущая траектория военных расходов, по-видимому, будет определяться двумя уравновешивающими силами. С одной стороны, необходимость сокращения расходов, не связанных с COVID, для поддержки фискальной консолидации и сохранения уровня социальных расходов будет оказывать понижающее давление на эти расходы. С другой стороны, военные расходы в этой группе в последние годы достигли плато как доля ВВП и более не демонстрируют тенденцию к снижению с течением времени. Более того, в случае роста напряженности в мире расходы на оборону могут начать постепенно расти. **ФР**

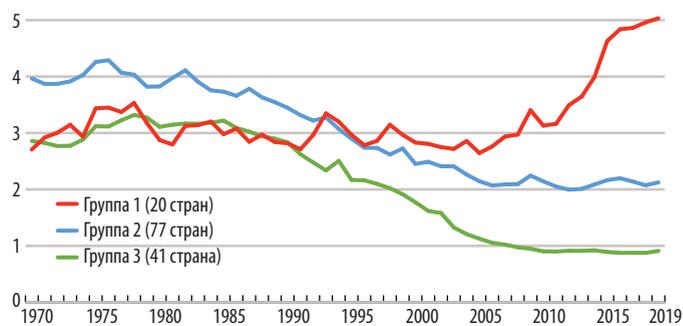
БЕНЕДИКТ КЛЕМЕНТС — приглашенный профессор в университете Лас Америкас (Эквадор); **САНДЖИВ ГУПТА** — старший научный сотрудник по мерам политики Центра глобального развития, Вашингтон, округ Колумбия; и **САИДА ХАМИДОВА** — независимый исследователь.

Рисунок 4

Расходящиеся траектории

В странах, испытывающих значительные конфликты, военные расходы существенно увеличились.

(Военные расходы как процентная доля ВВП)



Источники: Стокгольмский международный институт исследования проблем мира; «Перспективы развития мировой экономики» МВФ; расчеты авторов.

Литература

Clements, B., K. Dybczak, V. Gaspar, S. Gupta, and M. Soto. 2018. "The Fiscal Consequences of Shrinking and Ageing Populations." *Ageing International* 43 (4): 391–414.

Clements, B., S. Gupta, and S. Khamidova. 2021. "Is Military Spending Converging to a Low Level across Countries?" *Economic Modelling* 94 (January): 433–41.

International Monetary Fund (IMF). 2021. *A Fair Shot*, Chapter 1. Washington, DC, April.

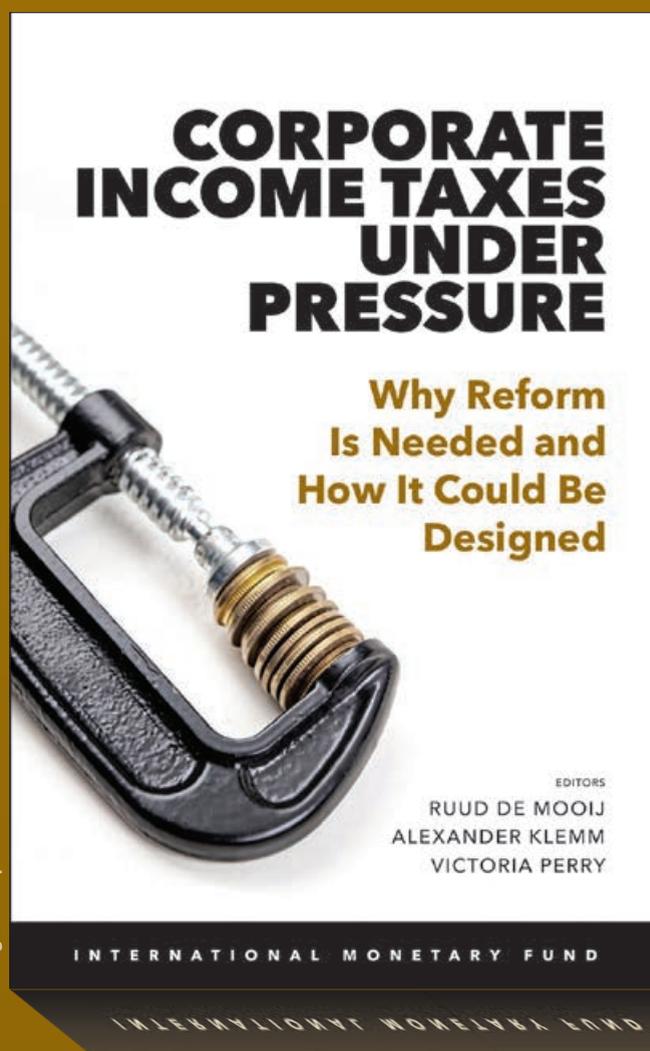
Corporate Income Taxes Under Pressure

Why Reform Is Needed and How It Could Be Designed

Ruud De Mooij, Alexander Klemm, Victoria Perry

Вопросы международного налогообложения давно находятся в центре исследований МВФ, который предоставляет много рекомендаций по этой теме. Книга предлагает всестороннюю оценку существующей международной налоговой архитектуры и доступна относительно широкой аудитории. Она предназначена для применения в различных областях международного налогообложения. В связи с пандемией COVID-19 значение многих из охваченных здесь тем возросло, например таких как необходимость глобально скоординированных усилий по дальнейшему сокращению оттока прибыли и налоговой конкуренции.

bookstore.IMF.org



English. Paperback. ISBN 978-1-51351-177-1

Шлейф зеленого духа

КНИГА «ДУХ ЗЕЛЕННОЙ ЭКОНОМИКИ» Уильяма Нордхауса дает всестороннее представление об экономическом, этическом и экологическом ландшафте. В ней последовательно перечисляются вопросы, касающиеся экологии, которые позволяют сделать поразительные открытия. Его рассказ об использовании люменов в час в качестве условного показателя производительности основан на проведенной им серии революционных экспериментов, которые он описал в своей статье 1994 года. Он также подробно описывает масштаб и ограничения при использовании «зеленого» учета, подчеркивая важность надежных данных для управления природными ресурсами и принятия решений.

Нордхаус высоко ценит объективность. Он избегает идеологии, отдавая предпочтение данным и подтверждая свое давнее убеждение в том, что эффективная климатическая политика — это «вопрос баланса». В этой книге он также неизменно выбирает сбалансированный подход между «ультралевым», «глубоко “зеленым” движением» и корыстным «ультраправым... буро-коричневым» подходом (как он это называет).

Сознательный уход от обоснованных суждений по спорному опросу — это нетривиальный и отградный прием. Однако поскольку автор в основном опирается на данные, обращенные в прошлое, предметом анализа преимущественно являются незначительные изменения, связанные с обычными сбоями рыночных механизмов. Между тем главные вопросы нашего времени в области экологии касаются значительных преобразований и потенциально катастрофических системных сдвигов. К ним относятся крах рыбных промыслов, вымирание тропических лесов, разрушение экосистем и неуправляемое изменение климата — стихийные бедствия, которые, как полагают ученые, могут произойти как только будет пройдена точка невозврата.

То же замечание относится и к его оценке имеющихся вариантов предотвращения экологических кризисов. Он со всей справедливостью кратко и беспристрастно подчеркивает тезис о ведущей роли и пагубном воздействии ценообразования, которому еще предстоит оказать заметное влияние на политику США в области климата. Однако в целом пренебрегая теорией эндогенных технических изменений, он недооценивает важность ведущей роли инноваций.

Автор утверждает, что сокращение выбросов — чрезвычайно дорогостоящая мера, затраты на которую составляют «от 2 до 6 процентов мирового дохода . . . чтобы достичь международных целевых ориентиров». Он признает: хотя «вполне возможно, что благодаря удивительным технологическим прорывным открытиям можно будет существенно сократить издержки, эксперты, по-видимому,



William D. Nordhaus

**The Spirit of Green:
The Economics of
Collisions and Contagions
in a Crowded World**

Princeton University Press

Princeton, NJ, 2021, 368 pp., \$29.95

не верят в их появление в обозримом будущем». Между тем, как отмечает получивший вместе с ним Нобелевскую премию по экономике Пол Ромер, есть намного больше оснований испытывать определенный оптимизм по поводу наших возможностей эффективно провести декарбонизацию мировой экономики с точки зрения затрат.

Издержки, связанные с сокращением углеродных выбросов, определяются инновациями. Как только в мировом масштабе появится достаточно конкурентоспособная комплексная технология, за счет экономии на масштабе в производстве и исследованиях удастся вытеснить с рынка действующих игроков и полностью изменить условия на рынке. Подход, который предпочитает Нордхаус, предполагающий установление единого, постепенно повышающегося тарифа за углеродные выбросы, основан на динамике предельных затрат по сокращению выбросов, при котором инвесторы выбирают наиболее эффективные с точки зрения окупаемости варианты сокращения выбросов в расчете предельных затрат. Однако многие экономисты утверждают, что для стимулирования инноваций на начальном этапе на самом деле может потребоваться установление обоснованно высокого тарифа за выбросы, рассчитанного на наиболее затратные отрасли, чтобы запустить инновации там, где есть наиболее многообещающие перспективы для стимулирования сокращения затрат.

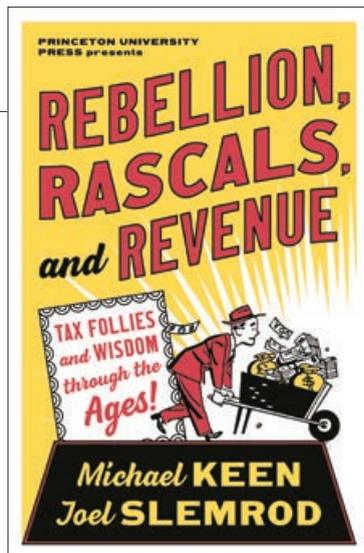
Эта книга — логически выстроенное введение в экологию природопользования, открывающее большие перспективы, однако «дух зеленой экономики» мог бы быть более светлым, если бы ему сопутствовал дух открытия. **ФР**

ДИМИТРИ ЗЕНГЕЛИС, старший приглашенный научный сотрудник Исследовательского института Грантам, Лондонская школа экономики.

Колоритная история налогообложения

ИСТОРИЯ НАЛОГОВ ПОХОЖА НА ХРАНИЛИЩЕ

в последней сцене фильма «В поисках утраченного ковчега» — гигантское, плохо освещенное помещение, беспорядочно заставленное коробками без надписей, одна из которых может таить в себе разгадку всех налоговых проблем мира. Авторы этой новой книги, два ведущих налоговых аналитика, проливают свет на многочисленные «коробки» и приводят их в порядок, делая повествование настолько познавательным и захватывающим, что не только тема становится понятной, но и само чтение книги, как бы это ни показалось многим удивительным, превращается в удовольствие. Возможно, авторам не удалось найти разгадку, но даже самый опытный читатель сможет узнать что-то новое, прочитав эту увлекательную и содержательную книгу.



Michael Keen and Joel Slemrod
Rebellion, Rascals, and Revenue: Tax Follies and Wisdom through the Ages
 Princeton University Press
 Princeton, NJ, 2021, 511 pp., \$29.95

Эта книга — редкая находка, которую с удовольствием стоит читать не только специалистам, но и всем тем, кто когда-либо задавался вопросами налогообложения. Как доказывают Майкл Кин (из МВФ) и Джоэл Слемрод (Университет Мичигана), «налоги — это мы» в том смысле, что они меняются и развиваются с течением времени везде и всегда.

Несмотря на то что налоговая практика в странах в большей степени определяется конкретными и неотложными

соображениями, чем высокими мотивами, история налогов, тем не менее, может служить уроком и предостерегать от опрометчивых поступков.

Каждая глава хорошо написана и заслуживает того, чтобы хотя бы бегло с ней ознакомиться даже тем, кто досконально разбирается в предмете. Так, во второй главе кратко и емко представлена история налогообложения начиная с древнего Египта, Китая и Греции. Четвертая глава под заголовком «Справедливо» повествует о том, что такое налоговая справедливость. В 7-й главе, озаглавленной «Механика или автомат» (еще один удачный заголовок), речь идет о том, кто на самом деле платит налоги; в ней показано, что налоговые аналитики, возможно, много знают об экономике налогов, но когда речь заходит о последствиях их деятельности для экономической политики, им недостает знаний. Глава 12 («Влад Цепеш и тонкое искусство сбора налогов») служит полезным введением в важную, хотя и незаслуженно обойденную вниманием тему налогового администрирования. Этот вопрос в целом прекрасно освещен, хотя в главе не рассматривается, почему налоговая система Китая, администрирование которой, по-видимому, происходит совсем не так, как рекомендуется в книге, все же неплохо работает.

«Налоги — это мы» в том смысле, что они меняются и развиваются с течением времени везде и всегда.

Наконец, в 11-й главе представлен блестящий, хотя и не столь простой для чтения обзор международных аспектов налогообложения. Глава заканчивается выводом о том, что проблемы в этой области можно решить, только если страны «... объединят и будут применять коллективный суверенитет, которым они все еще обладают». Авторы возвращаются к этой теме в заключительной главе, отмечая, что многие из текущих налоговых проблем могут быть урегулированы только благодаря «более глубокому международному сотрудничеству». Я менее оптимистичен по поводу итогов проводимых международных обсуждений по вопросам налогообложения, чем авторы. Однако они аргументированно доказывают свою точку зрения, а это, помимо прочего, делает книгу заслуживающей прочтения. **ФР**

РИЧАРД БЕРД, почетный профессор экономического анализа и политики Университета Торонто.

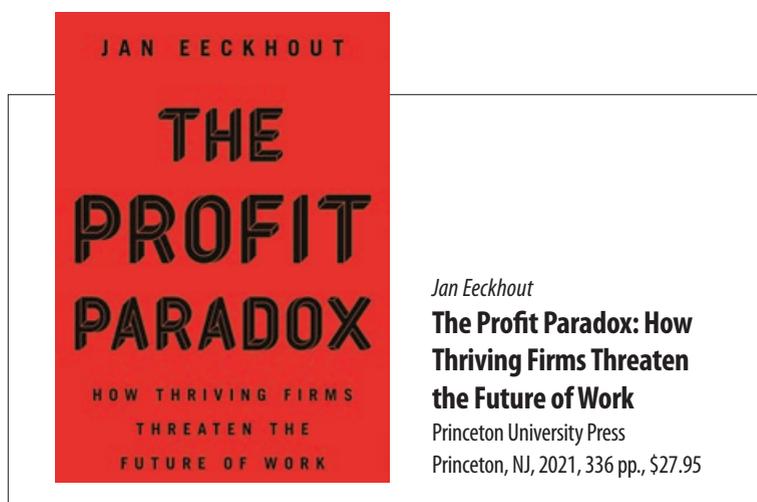
Гиганты рынка

В ДОКОВИДНОМ МИРЕ экономических тревог и неразрешимых вопросов было более чем достаточно. В странах с развитой экономикой впечатляющие новые технологии так и не привели к значительному экономическому росту. Даже в условиях такого медленного роста доходы работников практически не ускорились из-за сокращения доли труда в доходах. А тот незначительный прирост доходов, который работники получали, распределялся преимущественно в пользу наиболее высокооплачиваемых сотрудников, тогда как доходы работников с низкой и средней квалификацией не росли или даже падали. Во время пандемии эти тенденции только усиливаются: производство все еще намного ниже уровня, которого оно могло бы достичь, если бы не пандемия COVID-19; на работников с низкой квалификацией пришелся основной удар сокращений, а доминирующие на рынке компании извлекли наибольшие выгоды, тогда как предприятия меньшего размера с трудом выживали.

В своей книге «*Парадокс прибыли*» Ян Экхаут предполагает, что новые технологии все еще способны существенно повысить всеобщий уровень жизни. Препятствует этому рост доминирующих компаний, который, можно объяснить фразой «победителю достается все» применительно к разработке новых технологий, а также слабой политикой развития конкуренции. Успехи доминирующих компаний, отраженные в гигантских прибылях и буме на фондовом рынке, не приносят выгоды работникам — в этом и заключается парадокс прибыли. Доминирование на рынке следует обуздать, утверждает Экхаут, так же, как это было сделано в эпоху первоначального накопления капитала.

Опираясь на передовые научные исследования, а также на личные истории и красочные примеры — от пива и текстильных изделий до онлайн рекламы, — Экхаут выстраивает связь между бедственным положением работников и доминированием компаний на рынке. Он рассматривает такое доминирующее положение как фактор, усугубляющий другие общественные невзгоды, — от снижения социальной и географической мобильности до роста уровня смертности и изменения климата — по мере того как доминирующие на рынке компании используют свое положение для подкупа политиков, добиваясь их бездействия (по вопросам климата) или принятия губительных мер (в отношении опиатов).

Убедительным подтверждением его тезиса служат примеры из США, которые заставляют задуматься о том, можно ли извлечь уроки из международного опыта. В конце концов, численность экономически занятого населения в Европе за последние десятилетия не снижалась, а рост неравенства по зарплатам и сокращение доли трудовых доходов оказались менее существенными, чем в США. В то же время, в Европе процесс сближения по уровню жизни с США прекратился сорок лет назад. Означают ли эти факты, что в Европе не столь активно осваивают новые технологии, действуют более стро-



гие антимонопольные законы или происходит нечто совсем иное?

В книге убедительно показана *определенная* роль, которую доминирующие на рынке компании сыграли в ухудшении положения работников, однако остается открытым вопрос о том, насколько такая роль велика. Если бы доминирование на рынке было ограничено, оказал бы технологический прогресс (приводящий к еще большей экономии на трудовых издержках) такое же пагубное влияние на положение работников, о котором пишут, среди прочих, в своей работе Дарон Аджемоглу и Паскуаль Рестрепо? Если да, то сможет ли ограничение доминирования на рынке оправдать надежды на улучшение всеобщего благосостояния?

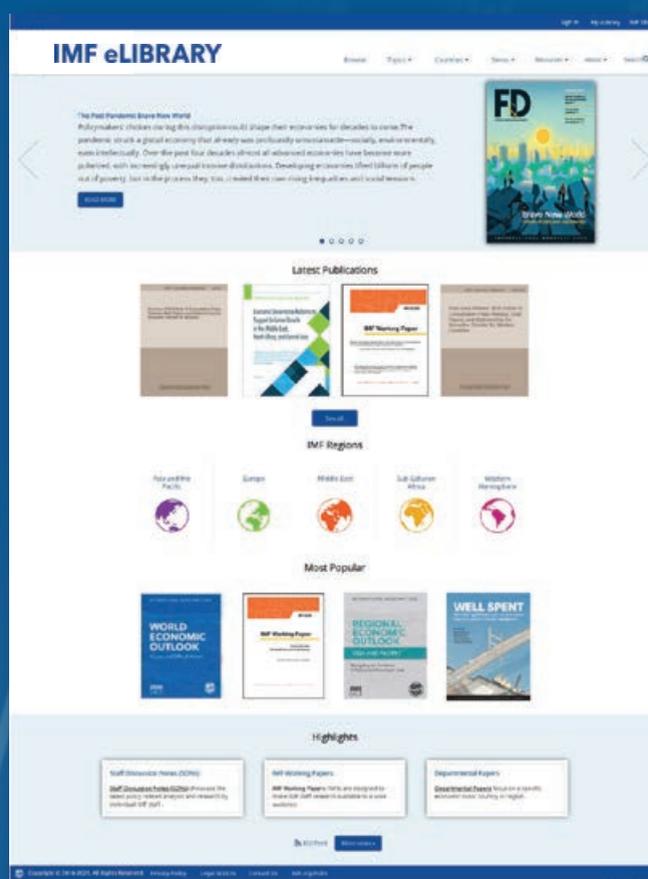
Успехи доминирующих компаний, отраженные в гигантских прибылях и буме на фондовом рынке, не приносят выгоды работникам.

Что следует предпринять? Антимонопольные законы следует укрепить, а права на интеллектуальную собственность пересмотреть, как считает Экхаут. Некоторые из его предложений соответствуют современным взглядам, в то время как другие являются более свежими для обсуждения, например такие, как штрафы, налагаемые после слияний, которые не дают результатов, или патенты на «обратные» данные, которые предоставляют сборщикам данных лишь временную исключительность. Сейчас, когда основы антимонопольного законодательства пересматривается по обе стороны Атлантики, книга Экхаута является убедительным напоминанием о том, что такой пересмотр должен быть масштабным. **ФР**

РОМЭН ДУВАЛЬ, заместитель директора Исследовательского департамента МВФ.

Предлагаем электронную библиотеку МВФ eLIBRARY в новом виде

По-прежнему бесплатные материалы
с обновленными функциями



Электронная библиотека МВФ eLibrary была обновлена для улучшения доступа к материалам и упрощения исследований.

Задать отправную точку ваших исследований вам поможет eLIBRARY, в составе которой более 22 000 публикаций МВФ, наборы статистических данных и дополнительные ресурсы.

Все материалы по-прежнему предлагаются бесплатно, что делает ценные исследования, данные и анализ МВФ доступными для всех.

eLibrary.IMF.org

Потому что информация — это общественное благо

Финансы и развитие, июнь 2021 года



MFIRA2021002