

ФР

&

ФИНАНСЫ И РАЗВИТИЕ

www.imf.org/fandd

Март 2009 года

Внутренние
факторы роста
в Китае

**Интервью
с предсказателем
кризиса Рубини**

**Финансирование
торговли
сокращается**

**Совершенствование
регулирувания**

Кризис тормозит глобализацию

**Переориентация мировой
экономики**

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

ГЛАВНЫЙ РЕДАКТОР

Джереми Клифт

СТАРШИЕ РЕДАКТОРЫ

Камилла Андерсен
Арчана Кумар
Джеймс Рове
Саймон Уилсон

МЛАДШИЕ РЕДАКТОРЫ

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

ХУДОЖЕСТВЕННЫЙ РЕДАКТОР

Луиса Менхивар

ХУДОЖНИК-ГРАФИК

Лай Ой Луи

ПОМОЩНИКИ РЕДАКТОРА

Лиджун Ли
Келли Макколум
Николь Брайнен-Кимани

СОВЕТНИКИ РЕДАКТОРА

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

ИЗДАНИЕ НА РУССКОМ ЯЗЫКЕ

подготовлено Отделом переводов МВФ

РЕДАКТОР

Александра Акчурина

КОМПЬЮТЕРНАЯ ВЕРСТКА

The Word Express, Inc.

Услуги подписчикам, изменение

адреса и заявки на рекламу:

IMF Publication Services
700 Nineteenth Street, NW
Washington, DC, 20431, USA
Телефон: (202) 623-7430
Факс: (202) 623-7201
Эл. почта: publications@imf.org

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

© 2008 Международный Валютный Фонд. Все права защищены. Заявки на разрешение перепечатать статьи в **некоммерческих целях** направлять по адресу: Editor-in-Chief, *Finance & Development* International Monetary Fund Washington, DC, 20431, USA
Телефон: (202) 623-8300
Факс: (202) 623-6149

Веб-сайт: <http://www.imf.org/fandd>
За разрешением на перепечатку статей в **коммерческих целях** обращаться в **Copyright Clearance Center** на сайте www.copyright.com. За этот вид услуг взимается номинальная плата.

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



ФИНАНСЫ & РАЗВИТИЕ ЕЖЕКВАРТАЛЬНЫЙ ЖУРНАЛ
МЕЖДУНАРОДНОГО ВАЛЮТНОГО ФОНДА
Март 2009 • Выпуск 46 • Номер 1

ОСНОВНЫЕ СТАТЬИ

МИРОВОЙ КРИЗИС

- 8 Переориентация мировой экономики**
Экономический и финансовый кризис знаменует собой окончание (на данном этапе) быстрого расширения глобализации
Жан Писани-Ферри и Индира Сантос
- 13 Мощное воздействие**
Четыре страны сталкиваются с суровыми и разрушительными последствиями спада в мировой экономике
Украина: *Дэйвид Хоффман*
Сингапур: *Роберту Гимарайни, Алессандро Занелло*
Буркина-Фасо: *Изабель Аденауэр, Ноберт Функе и Чарльз Амо Йарти*
Ирландия: *Шивон Макфи*
- 18 Сбой в финансировании торговли**
Растущая стоимость и сокращение объемов имеющегося финансирования для импорта и экспорта приводят к негативным последствиям, особенно в странах с формирующимся рынком
Томас Дорси
- 20 Смена тенденций**
Под ударами финансового кризиса счета внешних операций мировых кредиторов и заемщиков радикально меняются
Джан-Мария Милези-Ферретти
- 23 Что делать**
Необходимо пересмотреть сферу финансового регулирования и улучшить предоставление ликвидности. Здесь объясняется, как
Лаура Кодрес и Адития Нарейн
- 27 Расплата**
Роль среднесрочной налогово-бюджетной политики в восстановлении после кризиса
Карло Котарелли
- 31 Спасительная информация**
Почему улучшение статистической информации будет играть важную роль в предотвращении будущих кризисов
Адельхейд Бюрги-Шмельц
- 44 Новый Бреттон-Вудс?**
История показывает, что реформирование международной финансовой системы требует лидерства и всеобщего участия
Джеймс М. Буотон



Поиск решений

ГЛОБАЛЬНЫЙ кризис наносит тяжелый урон многим странам мира, вызывая замедление глобальной торговли и задерживая глобализацию.

В настоящем номере «Ф&Р» рассматривается множество аспектов рецессии — от ее последствий для отдельных стран до воздействия на внешнеэкономические счета кредиторов и заемщиков во всем мире — и представлен целый ряд предложений по содействию экономическому подъему и предотвращению будущих кризисов путем изменения экономической политики и проведения более долгосрочной реформы системы регулирования.

В номере представлено несколько исследований МВФ, проливающих свет на глубину кризиса, — в том числе анализ резкого падения финансирования торговли, наряду с количественными результатами, отражающими прямые и косвенные издержки финансовых потрясений, — и под различными углами зрения обсуждается вопрос о том, что нужно сделать, включая пересмотр основы регулирования и методы устранения больших пробелов в данных для предотвращения буду-

щих кризисов и содействия в создании систем раннего предупреждения.

Приводится интервью с экономистом Нуриэлем Рубини, «мировым кочевником», которому приписывается заслуга в том, что он предупреждал о наступающем кризисе, а в рубрике «Возвращение к основам» рассматриваются составляющие характеристики рецессии.

В статьях с изложением различных точек зрения обсуждается смещение границ между государством и рынками, программа реформы финансового сектора и управление глобальными финансовыми рынками. Представлена историческая перспектива, показывающая, когда перестройка глобальной финансовой архитектуры действительно бывает успешной. Укрепление регулирования потребует времени, но стимулы к продвижению вперед в настоящее время очень сильны. Это потребует лидерства и всеобщего участия.

*Джереми Клифт,
главный редактор*

ТОЧКИ ЗРЕНИЯ

- 34 **Перекройка границ**
Пересмотр роли государства и рынков
Роджер Бутл
- 36 **Что будет дальше**
Решения стран, а не международные саммиты приведут к перестройке глобальной финансовой системы
Брэд Сетсер
- 40 **Запутанная паутина**
Все соглашаются с необходимостью реформы управления финансовыми рынками, но понимание того, кто чем будет заниматься, отсутствует
Амар Баттачарья

РУБРИКИ

- 3 **Краткие сообщения**
МВФ стремится удвоить объем ресурсов
Фонд для преодоления уязвимости
Серия новых публикаций
- 4 **Люди в экономике**
Ясно видящий кризисы
Пракаш Лунгани берет интервью у экономиста Нуриэля Рубини
- 47 **Исследования МВФ**
Внутреннее решение
Может ли экономический рост Китая поддерживаться за счет политики добрососедских отношений?
Лесли Литишиц, Селин Рошон и Женевьев Вердье

- 50 **Небольшие шаги**
Тонкое равновесие в развитии финансовых рынков малых стран: выигрыши с определенной долей реализма
Марк Стоун и Сейичи Шимицу
- 52 **Возвращение к основам**
Что такое рецессия?
Стийн Классенс и М. Эйхан Коуз
- 54 **Книжное обозрение**
India: The Emerging Giant, Arvind Panagariya
When Markets Collide: Investment Strategies for the Age of Global Economic Change, Mohamed El-Erian
- 56 **Данные крупным планом**
Долг Латинской Америки
Более низкие коэффициенты внешнего долга помогают Латинской Америке лучше выдерживать глобальный кризис

Иллюстрации: стр. 31 — Нигель Сандор/Illustration Works/Corbis; стр. 34 — Луиса Менхивар/МВФ.

Фотографии: обложка — Йорг Рейель/Getty Images; стр. 3 — Виктор Драчев/AFR/Getty Images и Newscom; стр. 4 — Эндрю Теста/Panos; стр. 8 — China Photos/Getty Images; стр. 13 — ImageShop/Corbis; стр. 14 — Виктор Коротаев/Reuters/Corbis; стр. 15 — Рослан Рахман/AFR/Getty Images; стр. 16 — Иссуф Саного/AFR/Getty Images; стр. 17 — Петр Малеки/Getty Images; стр. 18 — Бьон Йонг-Вук/AFR/Newscom; стр. 23 — Construction Photography/Corbis; стр. 27 — Янг Ли/Corbis; стр. 37 — Питер Макдьярмид/Getty Images; стр. 38 — Энни Нурахени/Reuters/Newscom; стр. 40 — Newscom; стр. 44 — Халтон Арчайв/Getty Images; стр. 45 — Дуглас Миллер/Keystone/Getty Images; стр. 47 — Чжан Чжитао/ChinaFotoPress/Newscom; стр. 50 — Муаджхид Сафодиен/AFR/Newscom; стр. 54–55 — Фотостудия МВФ.

THE SEQUEL TO
THE ACCLAIMED
CULTURE MATTERS
NOW IN PAPERBACK

“OUTSTANDING.
I devoured every word.”

—THOMAS FRIEDMAN, *The New York Times*

“It is not often that a book appears of such intellectual force and power that it can completely change the debate on an issue. Lawrence Harrison's book *The Central Liberal Truth* has done that for development theory.”

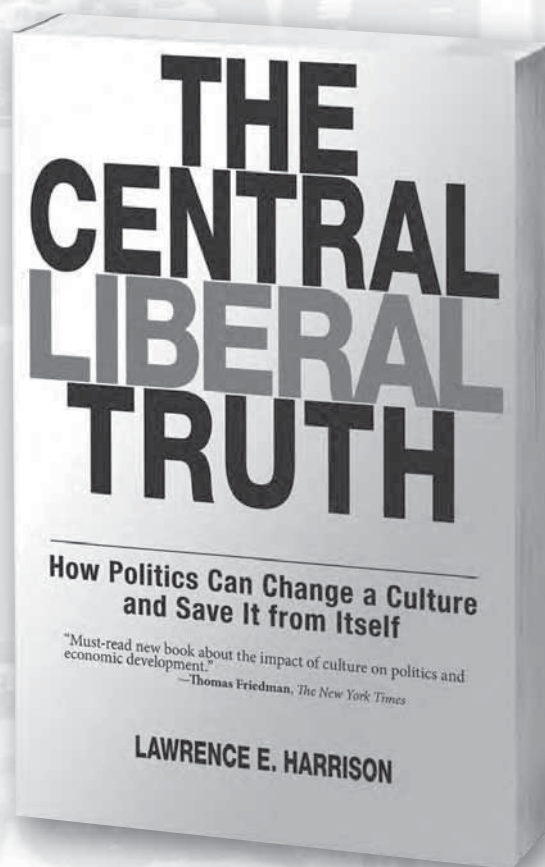
—ANDREW NATSIOS,
former Administrator of the U. S. Agency
for International Development

“*The Central Liberal Truth* is an impressive, persuasive, and indispensable book for anyone interested in improving the conditions of human life in poor countries.”

—SAMUEL HUNTINGTON,
author of *The Clash of Civilizations and
the Remaking of World Order*

“A book of enormous importance and startling originality.”

—FOUAD AJAMI,
Director of Middle East Studies,
Johns Hopkins University



Available wherever books are sold

www.oup.com/us

OXFORD
UNIVERSITY PRESS



Белорусский рабочий на трубопроводе «Ямал-Европа».

МВФ стремится удвоить объем ресурсов

Япония предоставила МВФ дополнительные 100 млрд долларов США, с тем чтобы увеличить объем кредитных ресурсов Фонда во время текущего глобального экономического и финансового кризиса. МВФ сообщил, что эти дополнительные средства, соглашение о которых было подписано 13 февраля, укрепят его возможности предоставлять свое-

временную и эффективную поддержку в финансировании платежного баланса правительствам 185 государств-членов.

К настоящему времени МВФ принял обязательства по предоставлению кредитов в размере примерно 50 млрд долларов ряду стран, затронутых кризисом, в последнее время — Беларуси, Латвии, Пакистану и Сербии. С учетом практически полной остановки роста глобальной экономики в 2009 году, МВФ ожидает, что он получит больше запросов о финансовой поддержке в предстоящие месяцы.

Помимо новых средств, полученных от Японии, МВФ располагает кредитными ресурсами в размере примерно 200 млрд долларов. Директор-распорядитель МВФ Стросс-Кан стремится увеличить объем кредитных ресурсов МВФ примерно до 500 млрд долларов, как в качестве превентивной меры на случай углубления кризиса, так и в качестве дополнительной гарантии готовности МВФ к любым непредвиденным ситуациям. Исполнительный совет МВФ рассматривает ряд путей увеличения ресурсов МВФ, включая расширение ресурсов, предоставляемых беднейшим странам на льготной основе.

Фонд для преодоления уязвимости

Президент Всемирного банка Роберт Б. Зелик призвал развитые страны выделить 0,7 процента объема их пакетов экономических стимулов в «фонд для преодоления уязвимости», предназначенный для развивающихся стран, затронутых глобальным спадом. Зелик обратился с этой просьбой до начала 39-го Всемирного экономического форума, состоявшегося в Давосе, Швейцария, в конце января.

По словам Зелика, такой фонд мог бы ускорить поступление ресурсов в существующие программы социальной защиты Всемирного банка, ООН и региональных банков развития, которые обеспечивают доступ к услугам здравоохранения, образования и питания; способствовать созданию инфраструктуры; и поддержать малый и средний бизнес и организации микрофинансирования, предоставляющие кредиты малоимущим.

«Малоимущие в Африке не должны расплачиваться за кризис, зародившийся в Америке», — отметил Зелик в разделе комментариев газеты «Нью-Йорк Таймс».



Предложенный «фонд для преодоления уязвимости» укрепит программы социальной защиты в развивающихся странах.

Серия новых публикаций

МВФ открыл серию новых публикаций — «Документы с изложением позиции персонала», в которых будут представляться результаты анализа политики и исследований по актуальным вопросам, проводимых персоналом МВФ.

В последнем документе, озаглавленном «Усилия по смягчению последствий отчуждения заложенного имущества в США: подходы и проблемы», авторы Джон Кифф и Владимир Клюев отмечают, что число отчуждений заложенного имущества в США возросло до самых высоких уровней со времени Великой депрессии, несмотря на тот факт, что они приводят к значительным потерям стоимости как для кредиторов, так и для заемщиков. В статье излагается план ограничения отчуждений заложенного имущества и разрешения более общих проблем на рынке жилья США.

В других статьях, опубликованных в последнее время, рассматривались вопросы налогово-бюджетной политики во времена кризиса и методы оценки уязвимости стран к дефляции. Читайте «Документы с изложением позиции персонала» на сайте по адресу: www.imf.org/external/ns/cs.aspx?id=236.

События в 2009 году

2 апреля, Лондон, Соединенное Королевство

Саммит Группы 20-ти

14–16 апреля, Рио-де-Жанейро, Бразилия

Всемирный экономический форум по Латинской Америке

25–26 апреля, Вашингтон, США

Весенние совещания МВФ и Всемирного банка

2–5 мая, Бали, Индонезия

Ежегодное совещание Азиатского банка развития

13–14 мая, Дакар, Сенегал

Ежегодное совещание Африканского банка развития

15–16 мая, Лондон, Соединенное Королевство

Ежегодное совещание Европейского банка

реконструкции и развития

8–10 июля, Ла Маддалена, Италия

Саммит Группы Восьми

6–7 октября, Стамбул, Турция

Ежегодные совещания МВФ и Всемирного банка

Ясно видящий кризисы

Пракаш Лунгани берет интервью у экономиста

Нуриэля Рубини

ЖУРНАЛ *Institutional Investor* назвал свой список 50 самых влиятельных людей в финансовом мире за 2009 год «Мощной пятидесяткой» (Power 50). Значительную часть в нем составляют имена ведущих государственных деятелей и руководителей компаний, таких как Бен Бернанке и Уоррен Баффетт. Только один профессор экономики удостоился включения в список: под номером 44, на одну ступеньку за саудовским инвестором принцем Альвалидом Бин Талалом, помещен Нуриэль Рубини из Нью-Йоркского университета. Это — приятный поворот событий для Рубини, ведь экономическая наука его привлекла именно своей способностью влиять на общественное мнение и политику. Два десятилетия назад Рубини был известен в основном в академических кругах своими широко признанными исследованиями зависимости экономических результатов от политических условий. Десять лет назад он начал приобретать репутацию вне академической сферы как источник информации и анализа по проблемам азиатского финансового кризиса.



Сегодня он становится известен повсюду, и *Institutional Investor* возносит ему хвалу за то, что он «предсказал, что крах сектора недвижимости в США приведет к банкротству банков и глубокой рецессии».

В эти дни он много ездит с лекциями о последствиях предсказанного им краха. Перечисляя пункты недавней двухнедельной поездки: «Стамбул, Дубай, Абу-Даби, Лондон, Москва», он задумывается. «Забыл еще какой-то город. Минуточку... а, да, Давос!»

Итальянское влияние

Рубини называет себя «мировым кочевником». Он родился в Стамбуле от иранских родителей, вырос в Израиле и Италии и получил степень бакалавра в университете Боккони в Милане в конце 1970-х годов. «Социальная и политическая ситуация в Италии в то время была очень беспокойной. И многие, такие же как я, люди, даже в ранней молодости были социально сознательными, и им это было далеко не безразлично... Экономика давала возможность понять мир, а затем, можно надеяться, и изменить его к лучшему посредством правильной политики».

Образцом для подражания для него был Марио Монти, профессор экономики в Боккони, который позднее стал очень влиятельным деятелем в европейской политике (см. биографический очерк о Монти в *PhiP* за июнь 2005 года). Монти, получивший образование в Йельском университете, «был харизматическим лидером и учителем», — говорит Рубини. «Он был серьезным ученым, но при этом интересовался политикой».

Когда настала пора выбирать аспирантуру, Рубини нужно было сделать выбор одного из двух Кембриджей, который стоял перед многими перспективными студентами. По традиции, итальянские студенты поступали в Кембриджский университет в Соединенном Королевстве, куда их привлекал факт работы там известного итальянского экономиста Пьеро Сраффы. Однако к 1980-м годам студенты чаще отправлялись в Кембридж, штат Массачусетс, где другой итальянский экономист, Франко Модильяни, занимал прочные позиции в Массачусетском технологическом институте (МИТ).

Рубини отдал предпочтение Кембриджу, Массачусетс, но поступил не в МИТ, а в Гарвардский университет. Почему? «Меня не приняли в МИТ, — говорит он. — Но, пожалуйста, напишите, что я не в обиде. Это в порядке вещей». В итоге он получил возможность общаться со светилами как Гарварда: «Там были Джефф Сакс, Лэрри Саммерс, Роберт Барро и Грег Манкив, — так и МИТ. — [В МИТ] я посещал занятия Руди Дорнбуша, Стэна Фишера и Оливье Бланшара», — говорит он. Первым его местом работы по окончании Гарварда в 1988 году был Йельский университет.

Бюджетные безрассудства

Под впечатлением эпической борьбы Италии с высоким хроническим бюджетным дефицитом Рубини заинтересовался изучением налогово-бюджетной политики — того, как правительства решают, сколько денег нужно потратить и как оплачивать эти расходы. В тот период правительства тратили деньги и не платили за это, по крайней мере, не сразу.

«Ситуация была поразительная», — говорит Рубини. «В 1970-е годы и начале 1980-х годов многие страны Европы имели дефицит около 4 процентов ВВП, а в некоторых, таких как Бельгия, Греция и Италия, дефицит доходил до 10 процентов ВВП». Как следствие, государственный долг значительно возрос: долг стран, которые впоследствии вошли в зону евро, «почти удвоился, с приблизительно 30 процентов до 60 процентов» их совокупного дохода. США и Япония также имели хронический дефицит.

В академических кругах преобладали две точки зрения о том, что порождает государственный дефицит и насколько о

нем стоит беспокоиться. Одна точка зрения, выраженная нобелевским лауреатом Джеймсом Бьюкененом, состояла в том, что существует хроническая тенденция бюджетного дефицита вследствие того, что соперничающие политики конкурируют за голоса групп с особыми интересами, обещая им постоянную подпитку за счет государственных расходов.

Другое мнение, главным сторонником которого был Роберт Барро, заключалось в том, что в долгосрочной перспективе правительства проводят правильную политику в отношении дефицитного финансирования: они накапливают дефицит в трудные времена, такие как войны и рецессии, и погашают этот долг, хотя и довольно медленно, в благополучные периоды. Эта точка зрения подтверждалась действиями правительств США и Соединенного Королевства, которые приблизительно так и поступали на протяжении истории.

Рубини внес свой вклад в работу, которую в середине 1980-х годов проделали Альберто Алесина и Джеффри Сакс, разработав среднюю позицию между этими двумя подходами. Он тщательно проанализировал политическую ситуацию в различных странах, чтобы понять, в каких случаях выше вероятность «узурпации государства» группами с особыми интересами, не заботясь при этом значения экономических факторов, которые также способствовали росту дефицита.

В ряде научных докладов Рубини показал, что когда власть широко распределена, скажем, между большим числом политических партнеров в коалиционном правительстве, имеет место более выраженная тенденция неконтролируемого роста бюджетного дефицита; чем короче ожидаемый срок полномочий коалиционного правительства, тем сильнее эта тенденция. При неблагоприятных экономических условиях повышалась вероятность раздора между партнерами по коалиции, что приводило к еще большей утрате контроля над бюджетом.

Рассмотрение совокупности факторов политики и экономики позволяло лучше объяснить динамику государственного дефицита в различных промышленно развитых демократических странах. Этот анализ показал, почему Италии, которая десятилетиями переживала процесс частой смены коалиционных правительств, было трудно сдерживать бюджетный дефицит. В то же время он позволял объяснить, почему Япония смогла осуществить свой план сокращения бюджетного дефицита в 1980-е годы: наличие у правящей партии постоянного большинства в парламенте и ее ожидаемое «долгосрочное» во власти обеспечили ей политическое пространство для проведения такой политики.

Бюджетные оковы

Япония была одной из стран, положивших начало тренду бюджетной корректировки, который характеризовал промышленно развитые страны в середине 1980-х годов. Рубини считает, что это могло быть реакцией избирателей на огромный рост государственного сектора в 1970-е годы. «Где-то в 1985 году», — отмечает он, «у власти во всех странах Группы семи стояли партии, занимающие позиции справа от центра», и веянием времени было ограничение бюджетных расходов. Преобладало мнение о необходимости введения бюджетных правил (четких ориентиров), чтобы сдерживать тенденцию органов государственного управления к неконтролируемому увеличению дефицита.

Наиболее примечательными примерами таких правил были положения Маастрихтского договора 1992 года, который установил предварительные условия для стран, желающих вступить в Европейский валютный союз. В области налогово-бюджетной политики эти так называемые маастрихтские критерии требовали, чтобы бюджетный дефицит не превышал 3 процентов ВВП, а государственный долг был не выше 60 процентов ВВП.

В знаменитом ныне докладе 1993 года «Чрезмерный дефицит: здравый смысл и бессмыслица Маастрихтского договора» (*Excessive Deficits: Sense and Nonsense about the Maastricht Treaty*), написанном совместно с коллегой по Йельскому университету Виллемом Буйтером и в то время студентом Джанкарло Корсетти, Рубини подверг эти критерии критике как «явный перегиб в бюджетной политике». Недостаток маастрихтских критериев состоял в том, что они совершенно не принимали во внимание состояние экономики. Даже в условиях рецессии от правительств требовалось придерживаться своих планов сокращения дефицита и долга, пока не будут выполнены установленные критерии.

Эти критерии также не учитывали тот факт, что некоторые государственные расходы осуществляются в форме инвестиций, например, в инфраструктуру, которые могут приносить доход в будущем. Реализация критериев «потребовала бы чрезмерного сокращения бюджетных расходов, что негативно сказалось бы на уровне экономической активности», — заключили Рубини и его соавторы. По их мнению, «эти критерии следует игнорировать или применять весьма либерально».

В любом случае, некоторые европейские страны столкнулись с трудностями в выполнении указанных критериев, но их все равно приняли в союз. Затем, в 2005 году, сами правила были смягчены, и странам были предоставлены более конкретные полномочия, позволяющие повышать уровень дефицита в случае трудной экономической ситуации. Рубини поддерживает эти изменения и считает, что они доказали его правоту: «Думаю, что эти поправки представляют собой шаг в направлении, которое мы рекомендовали уже давно, в 1993 году. Не скоро дело делается, но, в конечном счете, были приняты разумные меры».

Азиатская драма

Благодаря своей работе в области политических циклов деловой активности и бюджетных правил Рубини начинал приобретать широкую известность в академических кругах. Однако значительно более узнаваемым его имя стало во время азиатского кризиса 1997–1999 годов в результате необычно щедрого для научных работников поступка. Он начал вести веб-страницу и сделал ее открытой для всех. На этой странице он помещал и каталогизировал материалы о кризисе — доклады МВФ и других организаций, статьи из газет и журналов, анализ экспертов частного сектора и технические научные исследования.

Вскоре «страница Рубини» стала первой остановкой для всех, кто занимался изучением кризиса или работой по преодолению кризиса. В январе 1998 года *The New York Times* признала ее влияние, отметив, что «Профессор Рубини ведет сайт..., который служит ценным источником информации о кризисе даже для людей без бизнес-образования. Сайт, возможно, не отличается изящным дизайном, но зато содержит богатый анализ, многочисленные ссылки и подробную хронологию». Сегодня Рубини со смехом признает, что «журналист был прав в оценке дизайна. В то время я сам вел эту страницу. Она была совершенно элементарная, сплошная стена ссылок».

Во время азиатского кризиса Рубини не только собирал и обобщал информацию, но и выступал в роли активного аналитика. Вместе со своими студентами Корсетти и Паоло Пезенти, Рубини проводил наиболее всесторонний анализ азиатского кризиса. По меркам научных исследований они работали почти в режиме реального времени. В работе, выпущенной в ноябре 1998 года, Рубини и соавторы писали, что у истоков азиатского кризиса была «давняя традиция предоставления государственных гарантий под частные проекты. Даже несмотря на отсутствие прямых обещаний экстренной помощи..., корпоративный сектор в основном игнорировал

издержки и рискованный характер соответствующих инвестиционных проектов».

Рубини подверг критике правительства стран Азии за проведение политики, «вплетенной в широкую сеть бизнес-сектора, основанную на личном и политическом фаворитизме» и интервенционистских мерах для поддержки проблемных фирм. В таких условиях рынка его участники действовали исходя из ожиданий, что прибыль по их инвестициям была застрахована от неблагоприятных событий. Банки подыгрывали им, «направляя средства на проекты, которые были маргинальными, а то и вовсе нерентабельными с общественной точки зрения».

Такая оценка кризиса была противоречивой в тот период, поскольку представлялось, что она винит саму жертву в ее бедах. Однако Рубини уверен в правоте своего анализа. «Я по-прежнему считаю, что суть была в моральном риске», — говорит он. Экономист Пол Кругман «был прав, что это была игра по правилу: «если выпадет орел, выиграл я, если решка, проиграл налогоплательщик». Именно из-за уверенности инвесторов в том, что правительство защитит их от большей части убытков, возникали проблемы избытка инвестиций, чрезмерных внешних займов и дефицита счета текущих операций. «Рубини и соавторы давали взвешенные рекомендации относительно мер политики, требовавшихся для преодоления кризиса. По их мнению, в среднесрочной перспективе необходимо улучшить сальдо бюджета, чтобы покрыть издержки на экстренную помощь финансовому сектору и корпорациям. Однако, поскольку «в краткосрочной перспективе кризис привел к резкому снижению инвестиций и произ-

Буревестники

Рубини признает, что другие до него били тревогу о приближающемся кризисе, и часто не менее громко. «Рагу Раджан выступил с очень сильной речью в 2005 году», — говорит он. Речь была посвящена чрезмерному принятию рисков на финансовых рынках и возможности полномасштабного финансового краха. «Он заслуживает самых лестных слов за то, что прямо высказал свое мнение, особенно поскольку он все еще занимал официальную должность» главного экономиста МВФ. Раджан сделал ответный комплимент, похвалив Рубини за верность своим убеждениям и отметив, что академические исследователи часто сталкиваются с особыми трудностями: «Большинство исследователей... опасаются обсуждать вопросы, в которых не все получается аккуратно уложить в рамки модели». Другим видным «буревестником» был Банк международных расчетов (БМР), который в своем годовом отчете в июле 2007 года предупреждал, что мировой экономике угрожал значительный спад; газета *The Daily Telegraph* подытожила содержание этого отчета заголовком «БМР предупреждает об опасности “Великой депрессии” в результате кредитного бума». Рубини говорит, что то, что его позицию разделяли официальные круги, такие как БМР, помогло ему «не свернуть с пути». В итоге, по его словам, он осознал, что «сражение выиграно», когда многие аналитики Уолл-стрит и комментаторы в прессе признали, что он был прав.

Эбби Джозеф Коэн из Goldman Sachs говорит, что «Рубини в числе первых поднял тревогу» по поводу неустойчивости финансового сектора и что участники рынка уже не рассматривают его взгляды как «маловероятные сценарии, в основном представляющие интерес для экономистов-теоретиков». А Мартин Вульф, ведущий регулярную колонку в газете *Financial Times*, писал в своей статье в феврале 2008 года, что «сценарии профессора Рубини были настолько мрачными, что мурашки бежали по коже. Однако его идеи следует воспринимать всерьез. Он впервые предсказал рецессию в июле 2006 года. В то время его мнение представлялось крайне спорным. Теперь оно уже не подвергается сомнению».

водства в азиатском регионе», проведение этой корректировки следует отложить, «даже ценой временного значительного дефицита бюджета». Они писали, что международные планы экстренной поддержки, в частности, подготавливаемые под руководством МВФ, могут сыграть в этом решающую роль, помогая преодолеть сжатие кредита и предотвратить еще более резкое сокращение инвестиций и потребления».

«За прошедшее десятилетие его персональная веб-страница по азиатскому кризису превратилась в проект со штатом 40 человек под названием “Наблюдатель мировой экономики Рубини” (*Roubini Global Economics Monitor*), который агрегирует и анализирует информацию по всем вопросам международной экономики».

Рубини в большей степени, чем многие другие ученые-экономисты, выступает в поддержку МВФ. По его мнению, это отчасти объясняется тем, что он «познакомился с этой организацией изнутри» на раннем этапе деятельности. В 1985 году, на втором курсе университета, он проходил стажировку в МВФ. В последующие годы он неоднократно посещал МВФ, а с 1999 по 2001 год был советником Министерства финансов США. В 2001–2002 годах он совместно с сотрудниками МВФ разрабатывал методику выявления уязвимых мест в финансовом и корпоративном секторах и (в соавторстве с Брэдом Сетсером, который теперь работает в Совете по международным отношениям) написал книгу, которая стала стандартным справочным пособием по надлежащим мерам для преодоления кризисов в странах с формирующимся рынком, под названием «Экстренная помощь за счет государства или с вовлечением частных кредиторов? Реагирование на финансовые кризисы в странах с формирующимся рынком» (*Bailouts or Bail-ins? Responding to Financial Crises in Emerging Countries*).

Возникающие проблемы

Хотя Рубини получил широкую известность среди разработчиков политики и в некоторых кругах работников прессы благодаря своей работе по проблемам азиатского кризиса и других кризисов в странах с формирующимся рынком, свое восхождение к славе он начал, когда стал бить тревогу о надвигающемся кризисе в своих собственных краях. Рубини говорит, что начиная с 2005 года и в большей степени в 2006 году быстрый рост цен на активы, более либеральная практика кредитования финансового и корпоративного секторов и значительный дефицит счета текущих операций заставили его задуматься: «Постояй-ка, США похожи на страну с формирующимся рынком. Почему же их экономика не рухнула?»

Рубини был одним из очень немногих наблюдателей, которые обращались с предостережениями к недоверчивой и часто просто враждебно настроенной аудиторией (см. встав-

ку). В 2006 году глобальная экономика только что прошла пятилетний период самых высоких темпов роста за 30 лет. Экономика США успешно развивалась, без особого труда преодолев последствия массового краха интернет-фирм и террористической атаки 11 сентября 2001 года. В своей знаменитой теперь речи перед аудиторией сотрудников МВФ в сентябре 2006 года Рубини сказал, что имеется более чем 50-процентный риск наступления рецессии в США в следующем году. За последние несколько лет американские потребители безудержно тратили деньги, причем многие использовали оплаченную часть своей жилищной ипотеки в качестве «банкомата». Теперь, предупреждал он, неизбежен «упадок потребительской энергии». Рубини провел параллель между 2006 годом и 2001 годом, когда экономика США в последний раз впадала в рецессию: «Что сейчас происходит? Вместо избыточного предложения технологических товаров мы имеем дело с избытком жилья, а также избыточным предложением потребительских товаров длительного пользования». «Федеральная резервная система США была не в состоянии предотвратить рецессию», — сказал он, «по той же причине, почему меры ФРС по либерализации политики не сработали в 2001 году». Если имеется избыточное предложение, «необходимо найти способ решения этой проблемы, и процентные ставки, по существу, не имеют значения». Рубини также предсказывал, что не произойдет «расстыковки» экономики остального мира с состоянием экономики США.

Чарльз Коллинз, заместитель директора Исследовательского департамента МВФ, говорит, что ко времени следующего выступления Рубини в МВФ год спустя его слова в основном сбылись. Более того, сострил Коллинз в 2007 году, «возможно, Нуриэль был недостаточно пессимистичен» в своем выступлении годом раньше. Кроме того, по словам Коллинза, позиция Рубини помогла убедить МВФ раньше других проявить обеспокоенность относительно перспектив мировой экономики.

В поисках равновесия

Сегодня Рубини ведет занятый образ жизни, пытаясь, по его словам, «всецело посвящать себя одновременно работе научного сотрудника и преподавателя, эксперта-аналитика в области политики и предпринимателя». Он говорит, что надо бы лучше сбалансировать эти виды деятельности, но не знает, какому из них следует уделять меньше времени.

За прошедшее десятилетие его персональная веб-страница по азиатскому кризису превратилась в проект со штатом 40 человек под названием «Наблюдатель мировой экономики Рубини» (*Roubini Global Economics Monitor*), который агрегирует и анализирует информацию по всем вопросам международной экономики. Рубини говорит, что предпринимательская деятельность дала ему углубленное представление о бизнесе, которое недоступно профессору экономики, занятому академической работой. В этом с ним соглашается бывший коллега по Йельскому университету Роберт Шиллер. Будучи успешным бизнесменом, Шиллер говорит, что «академическому экономисту полезно заниматься своим бизнесом».

Может быть, его заинтересует работа в правительстве Обамы? Рубини говорит, что это маловероятно, добавив, что «за последние несколько лет я привык к возможности писать свободно и выражать свои мнения без каких-либо ограничений. Было бы тяжело перестроиться, оказавшись я в ситуации, когда каждое слово нужно с кем-то согласовывать». Вместо этого, по его словам, его устраивает возможность оказывать косвенное влияние на политику, выражая свои взгляды. «Не хочу переоценивать свое влияние, но думаю, что теперь, когда я что-то пишу, люди это читают и думают об этом. Мне этого достаточно». ■

Пракаш Лунгани — советник Исследовательского департамента МВФ.

Переориентация мировой экономики

Жан Писани-Ферри и Индира Сантос

Экономический и финансовый кризис знаменует собой окончание (на данном этапе) быстрого расширения глобализации

ЭКОНОМИЧЕСКИЕ и финансовые потрясения, охватившие мир, означают первый кризис современной эры глобализации. В отношении финансовых кризисов в отдельных странах или регионах был накоплен значительный страновой опыт, который директивные органы могут использовать для разработки корректирующих мер. Но большинство людей не имеют опыта мирового финансового кризиса, который случился на их памяти. А опыт 1930-х годов вызывает страх, поскольку правительства в то время не смогли сохранить экономическую интеграцию и разработать совместные ответные меры.

Даже до этого кризиса глобализация сталкивалась с сопротивлением. Несмотря на исключительно благоприятную глобальную экономическую ситуацию, не все поверили в выгоды свободной мировой торговли и движение капитала и рабочих мест. Хотя экономисты, корпорации и некоторые политики выражали поддержку, критики утверждали, что глобали-

зация благоприятствует капиталу, а не труду, и богатым, а не бедным.

Сейчас кризис и ответные меры стран стали менять форму мировой экономики и смещать соотношение между политическими и экономическими силами, участвующими в процессе глобализации. Влияние факторов, определявших последнюю волну глобализации, таких как: открытые рынки, глобальная сеть предложения, глобально интегрированные компании и частная собственность, — ослабевает, и вновь возникает дух протекционизма. Глобальные компании, когда-то свободно перемещавшие свои операции, возвращаются к своим национальным корням.

Так какую роль глобализация играла в возникновении и развитии кризиса? Как преобразуется мировая экономика? Каковы возможные ответные меры политики? Эти важнейшие вопросы рассматриваются в настоящей статье.



Опечатанное предприятие в Донггуане, Китай.

Больше чем недостатки регулирования

Вначале многие аналитики не смогли в полной мере определить характер кризиса. Основное внимание почти исключительно уделялось регулированию рынка и надзору за финансовыми организациями, тогда как исходным глобальным макроэкономическим причинам кризиса практически не уделялось внимания. Действительно, еще в ноябре прошлого года, когда при завершении чрезвычайной встречи в Вашингтоне Группа 20-ти ведущих промышленно развитых стран и стран с формирующимся рынком приняла коммюнике, основное внимание уделялось недостаткам регулирования и надзора, и, следовательно, считалось, что корректирующие меры имеют регулятивный характер, поэтому повестка дня Группы 20-ти была длинной.

Отчасти это произошло потому, что ожидавшийся кризис не случился: головокружительного падения курса валюты США не произошло, равно как и распродажи казначейских облигаций США. Но правда заключается в том, что какими бы реальными ни были микроэкономические сбои, их последствия были бы гораздо более ограниченными, если не было бы огромного аппетита на активы США с рейтингом AAA. Именно сочетание активного международного спроса

на такие активы, в основном в связи с накоплением профицитов по счетам текущих операций в странах с формирующимся рынком и богатых нефтью странах, и ситуации, характеризующейся порочными стимулами и недостаточным регулированием, оказалось разрушительным (см. *Ф&Р*, июнь 2008 года).

Однако сложные взаимосвязи в глобальной системе помогли скрытию механизмов ее работы, и в течение длительного времени существовало коллективное непонимание в полной мере связи между глобальными платежными дисбалансами и спросом на безопасные (или представляющиеся безопасными) финансовые активы и созданием этих активов (Caballero, 2009). Дискуссия на международном уровне дополнительно осложнялась накладывающимися политическими тонами: со времени гипотезы Бена Бернанке 2005 года о «глобальном избытке сбережений» США настаивали на том, что важнейшей макроэкономической проблемой в мировой экономике был не их дефицит счета текущих операций, а высокая склонность Китая к сбережению.

Вторая связанная с этим ошибка относится к ранним этапам кризиса. *До осени 2008 года была надежда, что страны, защищенные от кризиса непервоклассных ипотек, преод-*

леют шторм с достаточными силами, чтобы вытянуть всю мировую экономику.

Для такой точки зрения о «расцеплении» имелись некоторые поверхностные основания. Согласно МВФ банки США понесли 57 процентов убытков финансового сектора по секьюритизированному долгу, первоначально оформленному в США, европейские банки понесли 39 процентов убытков, а на долю кредитных организаций Азии пришлось лишь 4 процента (IMF, 2008). Это объясняет одновременное исчезновение ликвидности на межбанковских рынках Европы и США летом 2007 года и соответствует степени трансатлантической финансовой интеграции, которая намного более интенсивна, чем интеграция между какими-либо другими двумя регионами (Cohen-Setton and Pisani-Ferry, 2008). Таким образом, закупка банковской системы, связанная с непервоклассной ипотекой, и вызванное этим ужесточение кредита были в основном феноменом США и Европы.

«Существует настоятельная потребность в том, чтобы избежать способствующего рецессии сочетания пересыхания потоков капитала в страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны и накопления больших инвалютных резервов».

Но сейчас очевидно, что темпы роста резко снижаются во всех регионах мира. Надежды на «расцепление» были покинуты 15 сентября 2008 года, когда обанкротилась фирма Lehman Brothers и последствия этого сказались на рынках капитала. Как это наглядно представлено на «тепловой карте» кризиса МВФ (Blanchard, 2008), страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны почти немедленно пострадали от резкого увеличения неприятия рынка и связанного с ним резкого прекращения притока капитала. Шок был особенно сильным для стран-импортеров капитала, в частности в Центральной и Восточной Европе, где он усугубил ранее существовавшие дисбалансы и заставил обращаться за помощью МВФ. Но шок был также сильным для тех стран, которые накопили инвалютные резервы, такие как Корея. Здесь воздействие передавалось через чистые потоки капитала, а не через интеграцию рынка капитала в форме валовых внешних активов и обязательств (некоторые из этих стран практически не имели активов США или держали в основном казначейские облигации, стоимость которых в последние месяцы увеличилась). В конце 2008 года чистые потоки частного капитала в страны с формирующимся рынком сократились и, по оценкам, в 2009 году составят 165 млрд долл., что на 82 процента ниже уровня 2007 года (ИФ, 2009). В этом случае высокая изменчивость международных потоков капитала была мощным фактором в распространении последствий кризиса подобно цепной реакции.

Наконец, **торговля должна была стать основным механизмом передачи воздействия на Восточную Азию**, совокупный экспорт которой в Северную Америку и Европу составляет ошеломляющую величину — 12 процентов ВВП региона. Этого было достаточно, чтобы сделать расцепление

иллюзией. Торговля была не только передаточным звеном последствий кризиса, но и фактором ускорения его распространения. Цифры на конец 2008 года показывают, что мировая торговля и промышленное производство снижались тандемом темпами, выразившиеся двузначными числами. В некоторых странах Азии годовой экспорт упал на 10–20 процентов по сравнению с предыдущим годом. Пока еще невозможно выяснить, что можно объяснить падением спроса и изменением товарно-материальных запасов, а что является результатом блокирования финансирования торговли. Очевидно, что сокращение международной торговли является как механизмом передачи воздействия, так и фактором ускорения спада производства.

Помимо конкретных деталей передачи воздействия шока, кризис показал, что, несмотря на региональную интеграцию и появление новых экономических держав, мировая экономика является недостаточно стойкой. В конечном итоге убытки по непервоклассным ипотекам и ипотекам Alt-A, которые привели в движение бурный процесс сокращения доли заемных средств, составили около 100 млрд долл.; другими словами, всего лишь 0,7 процента ВВП США и 0,2 процента мирового ВВП — тривиальную сумму по любым меркам. Сейчас, когда мировая экономика переживает рецессию, вопросы заключаются в том, как она скажется на глобализации и как экономика стран и международные организации могут справиться с происходящими изменениями.

Преобразование или ликвидация глобализации?

Кризис уже начал сказываться на детерминантах быстрой глобализации в последние годы — частной собственности, глобально интегрированных компаниях, мировой сети предельно и открытых рынках.

Начнем с того, что **участие государства в частном секторе в последние несколько месяцев существенно расширилось** (см. рисунок). Из 50 крупнейших банков в США и ЕС, соответственно, 23 и 15 получили крупные вливания государственного капитала, то есть банки, составлявшие, соответственно, 76 и 40 процентов рыночной капитализации до кризиса, сегодня зависят от налогоплательщиков. Другие отрасли, такие как автомобильная и страховая, также получают помощь государства. Каковы бы ни были намерения правительств, поддержка государства неизбежно скажется на поведении глобальных компаний, ранее свободно перемещавших свои операции.

Во-вторых, **этот кризис создает трудности для глобально интегрированных компаний.** Экономическая интеграция в прошлую четверть века была в основном вызвана стремлением компаний сокращать издержки и привлекать квалифицированных работников. Однако глобально интегрированные компании первыми подверглись испытанию во время кризиса, когда рухнули банки, действовавшие во многих странах. Некогда могущественные транснациональные организации неожиданно стали лихорадочно искать, какое правительство будет их поддерживать. В некоторых случаях правительства действовали сообща — как в случае с банком Delia в Бельгии и Франции, но в других случаях произошел разрыв по национальному признаку, например, в ситуации с Fortis, кредитной и страховой бельгийско-голландской компанией. Это не только сделало очевидной недостаточность существующих систем надзора и регулирования, но и продемонстрировало, что только национальные правительства обладали достаточными бюджетными ресурсами для спасения финансовых организаций. Помощь государства сопряжена с риском превращения глобальных компаний в национальных «чемпионов». Сегодня ни один руководитель фирмы, получившей государственную поддержку, не повторит слова Манфреда Веннемера (руководитель немецкого производителя шин Continental): объясняя увольнение на заводе компании в Ганновере в 2005 году,

он сказал: «Я несу обязательства перед 80 000 работниками во всем мире» (*The Economist*, 18 мая 2006 года).

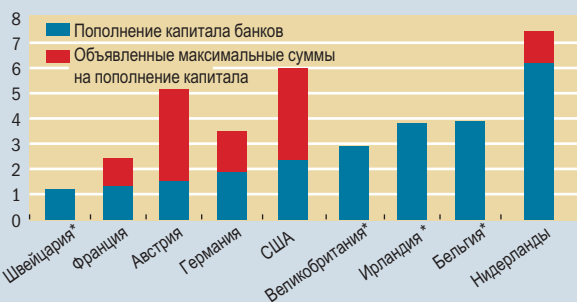
В-третьих, **национальные меры в ответ на кризис могут привести к экономической и финансовой раздробленности.** Существуют первые признаки того, что когда правительства просят банки продолжать кредитование отечественных клиентов, на внешних рынках кредит подвергается непропорциональному рациональному. Именно это недавно произошло, когда правительство Нидерландов попросило банк ING расширить внутреннее кредитование при сокращении общего баланса. Поскольку компании в странах с формирующимся рынком и менее развитых странах зависят в основном от внешнего кредита, это делает их особенно уязвимыми по отношению к финансовому протекционизму. Кроме того, государственная помощь, продиктованная обоснованным беспокойством относительно рабочих мест, часто, по крайней мере, в неявной форме, свидетельствует о предпочтении национальной экономике. Предпочтение Франции, отдаваемое внутренней занятости в ее плане по автомобильной промышленности, пункт «покупай американское» в законопроекте о стимулировании экономики и ставший печально известным лозунг премьер-министра Великобритании «британские рабочие места для британских рабочих» являются лишь немногими примерами такого отношения.

Наконец, что немаловажно, **несмотря на принятое в ноябре прошлого года обязательство Группы 20-ти не повышать тарифы, с начала кризиса они повысились в нескольких странах, от Индии и Китая до Эквадора и Аргентины.** Это последовало за аналогичными действиями год назад, когда вводились экспортные ограничения, поскольку страны старались изолировать отечественных потребителей от растущих мировых цен на продовольствие.

Трудно сказать, являются ли эти изменения лишь краткосрочной реакцией на мощный шок или означают новую, вызывающую беспокойство тенденцию. По меньшей мере, равновесие между политическими и экономическими силами существенно изменилось. Поскольку политическая поддержка глобализации была в лучшем случае неглубокой, когда мировая экономика динамично росла, это означает, что маятник качнулся в другом направлении. В этих условиях следует иметь в виду два урока, почерпнутых из истории. Во-первых, ликвидация протекционистских мер требует времени. Для устранения многих торговых барьеров, возведенных в период между мировыми войнами, ушло несколько десятилетий. Во-вторых, хотя существенная часть достижений в либерализации торговли в последнее время была институционально закреплена, и мощный поворот в духе 1930-х годов маловероятен, процесс нарастания протекционизма идет быстро.

Вливание государственных средств

Банки все больше полагаются на средства налогоплательщиков. (Масштабы государственной рекапитализации, в процентах ВВП)



Источники: Министерство финансов США, Европейская комиссия, национальные правительства и расчеты Бригелевского аналитического центра.

Примечание. Данные по состоянию на 11 февраля 2009 года. Суммы относятся к пополнению капитала первого уровня. Страны, помеченные звездочкой, не указали максимальные суммы всех случаев вмешательства государства.

Все эти риски в совокупности создают значительное препятствие для глобальной интеграции. Это справедливо также на региональном уровне. В рамках Европы увеличиваются экономические расхождения, а сотрудничество в Восточной Азии было, мягко говоря, ограниченным, несмотря на мощный шок, испытываемый регионом.

Вне сомнения, глобальная система управления и экономической ландшафт выйдут из кризиса в измененной форме. Главным испытанием остается содействие международному со-

«В условиях глубокого спада неизбежно возникает искушение экспортировать безработицу за счет курсовой политики разорения соседа».

трудничеству в период, когда существует большое искушение искать решения в своей стране. Многие ответы на существующие проблемы обеспечит углубление многостороннего подхода, а не национализм. Но что именно предпримут участники международной деятельности и национальные правительства?

Перечень вопросов экономической политики

Имеющиеся данные свидетельствуют о том, что реформы систем регулирования и надзора являются лишь частью ответа. На своей следующей встрече в апреле Группе 20-ти необходимо заняться более широким кругом вопросов, который включает торговлю, финансовую интеграцию и макроэкономическую политику. Кроме того, сотрудничество в экономической политике на глобальном уровне требует надлежащей институциональной системы; поэтому реформа международных финансовых организаций вновь должна оказаться в списке вопросов для обсуждения. В этой связи мы предлагаем программу из пяти пунктов, первые три вопроса касаются мировой торговли и макроэкономических задач, а последние два — задач для международных финансовых организаций.

Сохранение торговой интеграции. Существует настоятельная необходимость избегать действий, которые могут усугубить кризис и его воздействие. Принятого в ноябре обязательства Группы 20-ти «воздерживаться от создания новых барьеров для инвестиций или торговли товарами и услугами, введения новых экспортных ограничений или применения несовместимых с правилами ВТО (Всемирная торговая организация) мер для стимулирования экспорта», явно недостаточно. От повышения применяемых тарифов, субсидий и предвзятости в государственных закупках до директивного банковского кредитования отечественных клиентов и давления на компании в обрабатывающей промышленности и сфере услуг с целью сохранения рабочих мест в своей стране, обязательство Группы 20-ти оставляет открытыми много путей для протекционизма. Вместо этого правительства Группы 20-ти должны принять кодекс поведения, который устанавливает, какие меры спасения и поддержки являются приемлемыми и неприемлемыми в период кризиса (независимо от того, влияют ли они на торговлю прямо или косвенно), и поручить ВТО и ОЭСР задачу мониторинга мер экономической политики. Аналогичные положения следует применять на региональном уровне.

Разработка национальных программ стимулирования экономики и пакетов помощи, поддерживающих глобализацию, а не подрывающих ее. Правительствам следует проанализировать планы, принятые на встрече Группы 20-ти в ноябре для содействия подъему мировой экономики за счет паке-

тов стимулов, и рассмотреть масштабы и достаточность уже объявленных мер. Международное сотрудничество в этой области носит деликатный характер, ибо, как откровенно заявил ирландский министр: «С точки зрения Ирландии, наилучшим бюджетным стимулом являются меры, принятые нашими торговыми партнерами. В конечном итоге они приведут к увеличению спроса на наш экспорт и нам ничего не стоят» (Министр обороны Вилли О’Ди в *Irish Independent*, 4 января 2009 года). Объявленные до настоящего времени пакеты мер имеют весьма различные масштабы и содержание, и даже если они не содержат никаких мер, искажающих рынок, многие благоприятствуют предложению в отраслях с высокой долей отечественного компонента, таких как инфраструктура. Это полностью отвечает правовым нормам и в некоторой степени неизбежно, поскольку правительства подотчетны национальным налогоплательщикам, которые хотят извлечь пользу из государствен-

«Расширение числа голосов и представительства стран с формирующимся рынком и развивающихся стран ... означает сокращение числа европейских мест и отказ от права вето США».

ных средств. Но это неэффективно, поскольку в наибольшей степени от кризиса пострадал сектор внешнеторговых товаров (наряду со строительством). В качестве промежуточного шага Группа 20-ти должна принять ряд принципов относительно содержания национальных мер стимулирования и поддержки и включить элементы, которые могут вносить наибольшие искажения, в предложенный выше кодекс поведения.

Избегать курсовой политики, которая приводит к внешней нестабильности. В условиях глубокого спада неизбежно возникает искушение экспортировать безработицу за счет курсовой политики разорения соседа. К счастью, этого в значительных масштабах пока не наблюдалось, но на будущее Группе 20-ти следует подтвердить необходимость избегать таких мер и предложить МВФ вести мониторинг обменных курсов в режиме реального времени и немедленно сообщать о нарушениях. Этот принцип был принят в 2007 году, и в текущих условиях он является особенно актуальным.

Укрепление доверия к многостороннему страхованию, а не самострахованию. Существует настоятельная потребность в том, чтобы избежать способствующего рецессии сочетания пересыхания потоков капитала в страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны и накопления больших инвалютных резервов. Эта опасность весьма реальна. Большинство стран с формирующимся рынком страдают от внезапного прекращения притока капитала (или даже оттока), имеющих опасные последствия, особенно в Центральной и Восточной Европе, регионе мира, который до недавнего времени полагался на иностранный капитал в целях ликвидации отставания. Кроме того, вывод, которые многие, возможно, сделали из кризиса, заключается в том, что необходимы еще большие резервы для самострахования от таких событий. Это означало бы широко распространенное стремление к профицитам счета текущих операций, в том числе в Азии, где резервы уже велики, в самое неподходящее время — международный «парадокс сбережений». Более того, помимо содействия кризису за счет увеличения излишнего спроса на финансовые активы США, накопление резервов является дорогостоящим для отдельных стран

и в коллективном плане — неэффективным способом защиты от кризисов, вытекающих из-за недостатка доверия к многостороннему страхованию через международные финансовые организации, особенно МВФ. Вместо этого необходимо восстановить уверенность в системе. Требуемый для этого уровень ресурсов и наилучшее сочетание международного и регионального страхования для достижения этой цели являются основными вопросами для обсуждения. Нет никаких причин, чтобы это сочетание было единообразным по всем регионам, но какую бы форму оно не приняло, оно должно привести к существенной экономии капитала.

Необходимо, чтобы международные финансовые организации лучше отражали сложившуюся реальность. Недавняя реформа квот и числа голосов в МВФ, очевидно, не была достаточной для создания или восстановления заинтересованности среди стран с формирующимся рынком и развивающихся стран, поэтому на повестке дня должна быть дальнейшая реформа системы управления. Группа 20-ти поручила министрам подготовить предложения по реформе международных финансовых организаций, в том числе расширения числа голосов и представительства стран с формирующимся рынком и развивающихся стран. Это необходимое изменение, которое в практическом плане означает сокращение числа европейских мест и отказ от права вето США, будет легче обеспечить, если дискуссию о перераспределении полномочий поместить в более широкий контекст (как предложено выше).

Таким образом, перед Группой 20-ти стоят колоссальные задачи, но эта Группа является уместным форумом для их решения. Следует признать, что ответственность за многие пункты декларации в ноябре 2008 года возлагалась в основном на страны или регионы с наиболее продвинутыми финансовыми рынками. Но недопущение в ближайшей перспективе экономической раздробленности в результате кризиса и недопущение того, чтобы международная торговля и финансы превратились в мощные орудия экономического спада, требует более широкого форума, такого как Группа 20-ти. Если правительства Группы 20-ти смогут успешно наладить связь с существующими международными организациями и задействовать их аналитический потенциал, то это может означать превращение кризиса в возможность создания более прочной и легитимной системы управления процессом глобализации. ■

Жан Писани-Ферри является директором Брюгелевского аналитического центра, где Индира Сантос работает научным сотрудником. Мартин Кесслер оказал помощь в проведении исследований.

Литература:

- Bernanke, Ben, 2005, “The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit,” speech at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, March 10, Richmond, Virginia.
- Blanchard, Olivier, 2008, “The World Financial and Economic Crisis,” Munich Lectures, CESifo Conference, November, Munich, Germany.
- Caballero, Ricardo, 2009, “A Global Perspective on the Great Financial Insurance Run: Causes, Consequences, and Solutions,” notes prepared for MIT’s Economics Alumni dinner, January 20, New York.
- Cohen-Setton, Jérémie, and Jean Pisani-Ferry, 2008, “Asia-Europe: The Third Link,” Bruegel Working Paper 008/04 (Brussels, Belgium).
- Institute for International Finance, 2009, “Capital Flows to Emerging Market Economies” (Washington).
- International Monetary Fund, 2008, Global Financial Stability Report, October (Washington).
- O’Dea, Willie, 2009, “Why Our Response to Crisis Isn’t Wrong,” in The Irish Independent, January 4 (Dublin).
- The Economist, 2006, “Germany’s Export Champions,” May 18 (London).

Мощное ВОЗДЕЙСТВИЕ

Четыре страны сталкиваются с суровыми и разрушительными последствиями спада в мировой экономике.

(Стоимость экспорта товаров, изменение в процентах за три месяца в годовом выражении)



В АЖНЕЙШИМ индикатором глубины текущего мирового экономического кризиса является спад в мировой торговле. За оценкой спада общего объема международной торговли в 2008 году и еще большим сокращением, прогнозируемым на 2009 год, скрываются захватывающие истории отдельных стран, пытающихся преодолеть последствия обвала на экспортных рынках, сокращения финансирования торговли и изменчивых миграционных потоков. Украина, производитель стали, и Сингапур, производитель потребительской электроники, сталкиваются с сокращением спроса и падением цен на свою продукцию. В то же время реформам в сфере производства Буркина-Фасо, экспортера хлопка, препятствует исчезновение покупателей текстиля, а Ирландия, являющаяся питомником высоких технологий, не может обеспечить занятость трудящихся-мигрантов.

Источники: Haver Analytics, расчеты персонала МВФ.

«Усталость» металла

Доходы Украины от стали сокращаются вместе с мировой экономикой

Дэйвид Хофман

МИРОВЫЕ цены на сталь весьма чувствительны к глобальным экономическим спадам. Поэтому доходы ведущих экспортеров стали, таких как Украина, тесно связаны с тенденциями в мировой экономике. Когда в условиях углубляющегося мирового спада активность мировой автопромышленности и строительства снизилась, и, следовательно, упали цены на сталь, ситуация Украины также ухудшилась, и ее дополнительно тянут вниз откладывавшиеся решения в экономической политике.

Экономика Украины, занимающей восьмое место по производству стали в мире, в значительной мере зависит от динамики сталелитейной отрасли. Прямые показатели свидетельствуют о том, что на долю этой отрасли приходится около 12 процентов национального дохода Украины и более трети совокупного экспорта товаров. Хотя эти цифры уже являются высокими, косвенное значение стали еще больше, поскольку от этой отрасли зависят многие другие виды экономической деятельности. В результате темпы роста ВВП часто следуют за динамикой мировых цен на сталь (см. рисунок).

Сильная связь экономики Украины с ценами на металлы раньше помогла ее росту. В основе в целом благоприятных показателей экспорта и внушительного роста ВВП Украины лежал быстрый рост цен на сталь в 2000–2008 годах до уровней, намного превышавших их долгосрочный убывающий тренд: в период с 2001 по 2007 год экономика Украины росла в реальном выражении в среднем на 7½ процента в год. Доходы от экспорта и щедрый приток капитала стимулировали рост внутреннего кредита, взлетели курсы акций и цены на жилье. Дефицит счета внешних текущих операций значительно возрос, поскольку импорт резко увеличился, а инфляция вышла из-под контроля. В то же время политика правительства, в особенности фактическая привязка валютного курса, не смогла преодолеть растущие дисбалансы.

Резкая корректировка

Цены на сталь, очевидно, не могли оставаться на высоких уровнях 2007 и 2008 годов, но мало кто мог предвидеть стремительность снижения цен на сталь в конце 2008 года. В разгар мирового экономического кризиса бум цен на биржевые товары внезапно прекратился, особенно пострадала сталь, поскольку мировой объем продаж легковых машин упал, а строительная активность резко снизилась.

К началу ноября 2008 года цены на сталь упали более чем на 80 процентов по сравнению со своим почти пиковым уровнем в августе, в результате цены приблизились к своему долгосрочному трендовому уровню. Хотя скорость кор-



Сталелитейное предприятие в Донецке, Украина.

ректировки была исключительной, резкая корректировка цен на сталь сама по себе не была беспрецедентной. Более того, цены на сталь падали во время каждой мировой рецессии с начала 1970-х годов, каждый раз эти цены возвращались к своему долгосрочному тренду или опускались ниже него.

Обвал цен на сталь больно ударил по Украине. Вслед за падением производства стали на 50 процентов промышленное производство с сентября по декабрь сократилось примерно на 25 процентов, упал экспорт. Снизились общие экономические показатели. Предварительные данные о ВВП показывают, что сезонно скорректированный реальный объем производства в четвертом квартале снизился примерно на 9 процентов. Все это усугубилось одновременным сокращением имевшегося внешнего финансирования, связанного с уменьшенным стремлением принимать риск у международных инвесторов. Это привело к взлету спредов на украинские облигации, а местный фондовый рынок упал за год примерно на 75 процентов.

Несостоятельный валютный режим

Мощный шок в области цен на сталь в сочетании с утратой доступа к международным рынкам капитала сделал жестко управляемый курсовой режим Украины несостоятельным. Затем опасения относительно изменчивости курса валюты и стабильности банковской системы вызвали массовое изъятие депозитов. Это создало огромную нагрузку на банковскую систему, которая уже была уязвимой из-за недавнего быстрого роста кредита, в том числе в иностранной валюте, населению, которое не хеджировало свои операции.

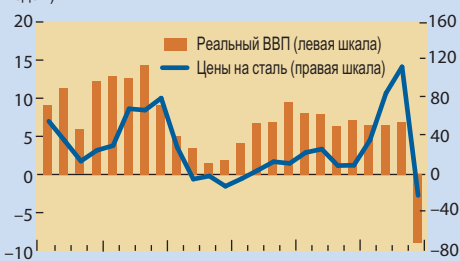
Для преодоления негативных последствий шока в области цен на сталь и ограничения внешнего финансирования власти Украины проводят программу стабилизации, которая поддерживается кредитом МВФ на 16,4 млрд долл., утвержденным в ноябре 2008 года. ■

Дэйвид Хофман — экономист в Европейском департаменте МВФ.

В одной связке

Экономика Украины, занимающей восьмое место по производству стали в мире, в значительной мере зависит от динамики сталелитейной отрасли.

(Изменение в процентах за год по сравнению с предыдущим годом)



Источник: официальные органы Украины, Metal Bulletin.

Требуется перезагрузка

Сокращающийся спрос на основных экспортных рынках тормозит электронную промышленность Сингапура

Роберту Гимарайнш и Алессандро Занелло

НА ЗАПАДНЫХ рынках, где многие годы активно покупалась потребительская электроника, сделанная в Сингапуре, за последние 12 месяцев произошел обвал. Любители гаджетов в Европе и Америке, которые неоднократно спешили в магазины за компьютерами, смартфонами и цифровыми камерами нового поколения, сейчас сидят дома, ибо они потеряли кредит и лишились уверенности. Мировой экономический спад нанес Сингапuru прямой удар: быстро растущая экономика, прирост которой в 2007 году составил почти 8 процентов, в прошлом году выросла лишь на 1½ процента.

Такая высокая чувствительность к событиям в мировой экономике отражает промышленную структуру Сингапура и его области специализации. Одна треть экономики, связанная с обрабатывающей промышленностью (особенно продукты информационной технологии, услуги в области торговли и некоторые виды финансовой деятельности, особенно уязвимые по отношению к изменениям в настроениях инвесторов), испытывает прямое воздействие со стороны роста стран с развивающейся экономикой.

Еще одна треть экономики подвергается влиянию в основном со стороны региональной динамики. Оба сектора существенно пострадали (см. рисунок), и ударная волна падающего внешнего спроса оказывает воздействие на отрасли, в большей степени ориентированные на внутренний рынок, такие как строительство и коммунальные услуги.

Приверженность открытой экономике

Участие Сингапура в международной торговой и финансовой системе является исключительным по многим параметрам, поэтому когда мировая экономика неустойчива, следует ожидать значительного воздействия. На экспорт приходится 230 процентов ВВП, и этот город-государство является активным финансовым центром Азии. Более 100 иностранных банков с активами, эквивалентными почти шести ВВП, используют Сингапур в качестве базы для региональных операций, три отечественных банка также являются важными источниками ликвидности для региональных фирм и многонациональных корпораций.

Однако глубокая экономическая и финансовая интеграция сопряжена с уязвимостью по отношению к мировым финансовым шокам и экономическому циклу торговых партнеров. Например, недавнее исследование МВФ показывает, что снижение активности в США приводит почти к равновеликому падению активности в Сингапуре.

Двойной удар

Более того, текущий кризис наносит двойной удар по пошатнувшемуся Сингапuru. Воздействие оказывается как через торговые, так и финансовые механизмы.



Линия по сборке проигрывателей видеодисков в Сингапуре.

Торговля. Экспорт в четвертом квартале 2008 года, после сокращения в течение двух предшествующих кварталов, упал на 25 процентов по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года. Спад экспорта был обширным. Сокращение экспорта электроники (на долю которой приходится одна треть совокупного экспорта) началось в первые месяцы 2007 года и теперь стало самым продолжительным за всю историю. Хуже того, с начала 2008 года падение экспорта усилилось. Наряду с этим упали поставки нефтехимической и фармацевтической продукции, которые сохраняли темпы в течение 2007 года. До настоящего времени особенно пострадал экспорт в США и ЕС, но экспорт в Азию, на долю которой приходится более половины совокупного экспорта Сингапура, также стал испытывать негативное влияние.

Финансы. Глобальные финансовые потрясения также сказались на курсах акций и кредите. Фондовый индекс Сингапура в 2008 году упал на 50 процентов, резко возросла волатильность. Межбанковское кредитование в долларах США существенно замедлилось, поскольку мировые условия предоставления ликвидности ужесточились, и наблюдаются лишь слабые признаки подъема. В условиях повышения издержек банковского финансирования поступают сообщения о сокращениях финансирования торговли, которые могут вызвать более обширные нарушения в торговой деятельности, создав дополнительный стресс для фирм.

В позитивном плане следует отметить, что власти принимают решительные меры для уменьшения воздействия мирового кризиса. Центральный банк смягчил условия денежно-кредитной политики и ввел гарантии по депозитам для укрепления доверия к банковской системе. В фискальной сфере бюджет на 2009 год в достаточной мере ориентирован на увеличение расходов и предусматривает ряд налоговых и расходных мер для содействия предприятиям и населению, в том числе возврат налогов, расходы на инфраструктуру и гарантии по займам. ■

Роберту Гимарайнш — экономист, а Алессандро Занелло — заместитель директора в Департаменте стран Азиатско-Тихоокеанского региона.

Сбой в системе

Экспорт Сингапуром электроники, основанной на информационной технологии, упал и «потащил» за собой экономику города-государства.

(Изменение в процентах по сравнению с предыдущим годом)



Источники: GEIC Data, расчеты персонала МВФ.

Под прессом проблем

Из-за падающих цен хлопковые компании Буркина-Фасо оказались в трудной ситуации

Изабель Аденауэр, Ноберт Функе и Чарльз Амо Йарти

В УСЛОВИЯХ сокращающегося спроса на текстиль и снижающихся цен на хлопок в результате глобального экономического кризиса фермеры-хлопкоробы Буркина-Фасо сначала не ощущали на себе самые негативные последствия шока цен на биржевые товары. Внедрение нового механизма цен производителей помогло поставить хлопковый сектор на более прочную финансовую основу. Однако с нарастанием кризиса перед хлопковыми компаниями встает выбор между продажей продукции или накоплением запасов в период длительного снижения мировых цен на хлопок.

Хлопок составляет около 60 процентов в экспорте Буркина-Фасо, крупнейшего производителя хлопка в регионе Африки к югу от Сахары. Хлопковый сектор дает работу около 700 тысячам человек, или 17 процентам населения, и обеспечивает косвенную поддержку еще многим людям. В ряде сельских районов с высоким уровнем бедности продажа семян хлопчатника является главным или даже единственным источником денежных доходов. Рост хлопководства стимулировал производство зерновых, в основном ввиду того, что удобрения, финансируемые за счет кредитов на производство хлопка, могут также использоваться для других культур. Как следствие, в хлопководческих районах бедность сократилась в четверть.

Реформы хлопкового сектора

Хотя последние несколько лет выдались трудными для производства хлопка в Буркина-Фасо, в этом секторе намечался подъем, когда разразился глобальный экономический кризис. Хлопкоочистительные компании, занимающиеся отделением хлопкового волокна от семян и стеблей, продают свою продукцию по мировым ценам, и в 2005–2007 годах они понесли значительные финансовые убытки, отчасти из-за негибкого механизма ценообразования, не позволявшего отражать снижение цен на хлопок в ценах производителей. В 2007 году производство хлопка в Буркина-Фасо сократилось более чем на 40 процентов в результате позднего выпадения осадков и низких международных цен на хлопок.

После этого был проведен ряд реформ институциональной структуры и экономической политики.

- Был введен рыночный механизм установления цен производителей. Он определяет цены производителей в начале каждого посевного сезона на основе централизованного среднего уровня мировых цен за пять лет.
- Был создан фонд сглаживания колебаний цен с целью поддержки ценового механизма для производителей и возмещения потерь хлопкоочистительных компаний в случае падения цен мирового рынка ниже уровня цен производителей.
- Большие убытки, понесенные хлопкоочистительными компаниями, потребовали рекапитализации крупнейшей из них, SOFITEX, в 2007 году. В результате государственная доля в этой компании увеличилась с 35 процентов до более чем 60 процентов.



Сбор урожая хлопка в Боромо, Буркина-Фасо.

Кризис и хлопок

Глобальный экономический кризис по-разному затрагивает четыре основные заинтересованные стороны хлопкового сектора.

Производители. Новый механизм цен производителей дал фермерам гарантии относительно цен продажи в начале сезона 2008 года, защитив их от снижения цен позднее в году. В результате снижение цен на хлопок в течение года приблизительно на 40 процентов относительно достигнутого в марте максимума (см. рисунок) не повлияло на производство хлопка в 2008 году. Производство хлопка даже превзошло ожидания, превысив 500 000 тонн благодаря хорошим погодным условиям. Вместе с тем, производители понесут прямые издержки, если обусловленное кризисом снижение спроса будет оказывать дальнейшее понижательное давление на цены на хлопок в предстоящие годы.

Хлопкоочистительные компании. Они отчасти защитили свои доходы, продав около трети своей продукции по форвардным контрактам, когда средняя цена на хлопок еще была относительно высокой. В отношении нехеджированной части своего производства этим компаниям теперь предстоит сделать трудный выбор: продавать по текущим спотовым ценам или складировать очищенный хлопок в надежде на восстановление уровня международных цен. Однако отложенные продажи сопряжены с риском дальнейшего снижения цен.

Кроме того, контракты на продажу требуются для финансирования на оставшуюся часть текущего сезона, поскольку банки принимают их в качестве гарантий.

Банковский сектор. Отечественные и международные банки предоставляют финансирование хлопковому сектору, и балансы отечественных банков в значительной мере зависят от этой культуры. Сокращение кредита или повышение процентов по займам поставило бы под угрозу финансовое равновесие этого сектора.

Правительство. Хотя правительство планирует постепенно свести на нет свое участие в компаниях хлопкового

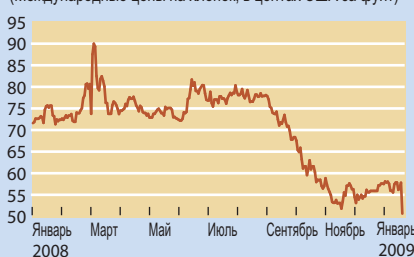
сектора, ему пока не удастся определить стратегического партнера для SOFITEX. Если цены на хлопок будут продолжать снижаться, истощение стабилизационного фонда может со временем вызвать обращения к государству за поддержкой.

Хотя хлопковому сектору в Буркина-Фасо пока удастся выдерживать всемирную бурю, его благополучие зависит от результатов текущего сезона, международных цен на хлопок и условий финансирования. Поэтому сейчас, как никогда, важно провести реформу сектора в целях повышения производительности. Буркина-Фасо в настоящее время проводит эксперименты с генетически модифицированным хлопком, который обещает повысить производительность приблизительно на 30 процентов. Страна может также рассмотреть возможности для более тесного сотрудничества с производителями хлопка в других странах Западной Африки. ■

Изабель Аденауэр, Ноберт Функе и Чарльз Амо Йарти — соответственно постоянный представитель, руководитель миссии и экономист по Буркина-Фасо в Департаменте стран Африки МВФ.

Ухудшение конъюнктуры

В результате глобального экономического кризиса в 2008 году снизился спрос на текстиль во всем мире и упали цены на хлопок. (Международные цены на хлопок, в центах США за фунт)



Источники: DataStream и оценки персонала МВФ.

Высокая мобильность

Потерявшие работу иммигранты в Ирландии могут предпочесть остаться в стране в период рецессии

Шивон Макфи

БЫСТРЫЙ экономический рост в начале 1990-х годов преобразил Ирландию из страны эмигрантов и очень ограниченных возможностей в страну, где рабочая сила пользуется большим спросом. Она стала желанным местом для иностранных работников. Однако теперь мировая рецессия нанесла экономике Ирландии тяжелый удар, причем для иностранных работников этот удар был более ощутимым, чем для граждан Ирландии. Неясно, однако, приведет ли этот поворот фортуны к массовому исходу иностранцев из Ирландии. Пока что многие из них, по-видимому, намерены остаться, отчасти из-за щедрых социальных пособий, а отчасти из-за того, что у них практически нет шансов найти работу в какой-либо другой стране.

Кельтский тигр

В начале 1990-х годов нехватка рабочей силы возникла сначала в секторах, требующих высокой квалификации, таких как информационные технологии. Часть этого спроса была удовлетворена благодаря возвращению из Соединенного Королевства и США многих ирландцев, эмигрировавших в 1980-е годы. Однако по мере дальнейшего роста так называемого кельтского тигра другие секторы также начали испытывать дефицит рабочей силы, который восполняли иностранные работники. В числе этих секторов была индустрия гостеприимства — рестораны, гостиницы и развлечения. Особенно остро ощущалась нехватка младшего медицинского персонала, что побудило правительство Ирландии активно нанимать на работу медсестер из Филиппин и Шри-Ланки.

По данным квартального Национального обследования домашних хозяйств (КОДХ) в июле–сентябре 2008 года работники-неграждане в Ирландии составляли 16 процентов населения. После 2004 года, когда в Европейский Союз (ЕС) вступили восемь стран Восточной Европы (Венгрия, Латвия, Литва, Польша, Словацкая Республика, Словения, Чешская Республика и Эстония), большинство работников-мигрантов приезжали в Ирландию из этих стран, особенно из Польши.

Однако глобальная экономическая рецессия круто осадил кельтского тигра. Безработица резко возросла — с 4,8 процента в третьем квартале 2007 года до 7 процентов в тот же период 2008 года по данным КОДХ. Последствия сокращения производства были более болезненными для работников-иммигрантов, чем для граждан Ирландии. Аналогичным образом, больше иммигрантов, чем граждан Ирландии, зарегистрировалось в системе live register для подачи заявлений о выплате пособий в районные управления социального обеспечения. Уровень безработицы среди работников-неграждан составлял 9 процентов по сравнению с 6,1 процента среди граждан. С октября 2007 года по октябрь 2008 года число неграждан, регистрирующихся в live register, возросло на 100 процентов, по сравнению приростом на 52 процента среди граждан. Более высокий уровень безработицы среди мигрантов не вызывает удивления. Подавляющее



Курсы английского языка в Люблине, Польша.

большинство восточноевропейских мигрантов привлекли в Ирландию возможности для трудоустройства в строительстве и финансовом секторе, а в 2008 году оба этих сектора пережили сильное сокращение занятости. Однако в некоторых других секторах складывается иная картина занятости. Сектор гостеприимства, один из основных работодателей для мигрантов, не нанимает новых работников, но и не сокращает штаты. Кроме того, сокращение рабочих мест происходит в некоторых секторах с высоким уровнем квалификации, особенно связанных со строительством, таких как инженерное и архитектурное обеспечение. По последним сообщениям, некоторые граждане Ирландии вновь уезжают в поисках работы в Австралию, Новую Зеландию и даже богатые нефтью страны Ближнего Востока.

Мигранты могут предпочесть остаться

Однако в действительности процесс эмиграции из Ирландии никогда не прекращался, даже когда некоторые высококвалифицированные работники возвращались в страну и все больше иностранных работников приезжали на жительство в Ирландию (см. рисунок). И этот прирост эмиграции высококвалифицированных ирландцев в последний период, возможно, не будет сопровождаться отъездом большого числа мигрантов. Руководствуясь опытом рецессии в основных европейских странах в конце 1970-х и 1980-х годах, можно предположить, что исхода работников-мигрантов из Ирландии не произойдет. Однако времена изменились, и работники-мигранты теперь ведут весьма подвижный образ жизни. Работники могут решить отправиться в места, где легче найти работу, или могут предпочесть вернуться домой, но могут и оставаться дома.

Многих мигрантов может удержать от отъезда относительно либеральная система социального обеспечения в Ирландии. Мигранты из других стран ЕС получают право на социальные пособия после работы и уплаты налогов в Ирландии в течение двух лет. Мигранты из стран, не входящих в ЕС, для получения права на пособия должны прожить в стране пять лет и работать в течение всего этого срока. Иммиграция достигла пика в 2006 году. Как следствие, многие работники-иммигранты, возможно даже большинство, удовлетворяют условиям для выплаты пособий. Поскольку рецессия сейчас охватила все страны ЕС, а также большинство основных стран по всему миру, в других странах может быть трудно найти работу, и многие мигранты могут предпочесть не искушать судьбу, переезжая в другую страну в поисках работы, а остаться в Ирландии и переждать бурю. Ирландия стала страной иммиграции, хотя, по прогнозу Управления подготовки кадров и занятости, уровень эмиграции из Ирландии в 2009 году может вновь приблизиться к уровню 1980-х годов. ■

Шивон Макфи — докторант государственной политики на факультете географии, планирования и экологической политики Университи-колледж, Дублин.

Путь на Изумрудный остров

Раньше быстро развивающаяся экономика Ирландии привлекала работников из-за границы. Однако в условиях текущего экономического кризиса эмиграция возросла, а темпы иммиграции снижаются.

(В тысячах человек)



Источник: Центральное статистическое управление Ирландии.
Примечание. Данные за 2007.



Сбой в финансировании торговли

Растущая стоимость и сокращение объемов имеющегося финансирования для импорта и экспорта приводят к негативным последствиям, особенно в странах с формирующимся рынком

Томас Дорси

Пустые грузовики в Пусане, Корея.

В ПОСЛЕДНИЕ месяцы мировая торговля сократилась в условиях, которые характеризуются самым худшим глобальным экономическим спадом со времени Второй мировой войны. Это снижение торговли отчасти отражает резкое падение мирового спроса. Однако падение торговли, которое началось в последнем квартале 2008 года [см. «Мощное воздействие» на стр. 13 настоящего выпуска], по-видимому, намного превышает уровень, которого следовало бы ожидать при данном спаде мировой экономической активности. Это означает, что это снижение отчасти отражает нарушение финансового посредничества, в рамках которого организации, банки и корпорации содействуют мировой торговле.

Неофициальные данные указывают на быстрое увеличение стоимости финансирования торговли, тогда как в некоторых случаях сократился его имеющийся объем. Однако достоверные данные о финансировании торговли являются недостаточными. Для заполнения этого пробела МВФ, совместно с Ассоциацией банкиров для финансов и торговли, провел обследование ведущих банков в странах с развитой экономикой и с формирующимся рынком для выяснения текущих условий и ожиданий относительно финансирования торговли (см. вставку 1).

Результаты обследования во многих случаях подтверждали выводы на основе неофициальных данных. Финансирование торговли обходится дороже и получить его сложнее на формирующихся рынках, где большая часть внутрирегиональной торговли приходится на товары с невысокой маржой, составляющие часть цепи промышленного снабжения для экспорта в страны с развитой экономикой. Банки ожидают продол-

жения этих тенденций в 2009 году. Однако отделить причины от следствий сложно. Некоторое снижение финансирования торговли является результатом спада в торговле, вызванного рецессией, тогда как часть увеличения стоимости объясняется более высокой вероятностью дефолтов из-за сокращения торговли.

Стоимость финансирования торговли

Не вся внешняя торговля финансируется через таких посредников, как банки (см. вставку 2). Но банки играют важную роль в содействии движению товаров по всему миру.

Обследование банков показало следующее.

- **Стоимость финансирования торговли резко увеличилась.**

Более 70 процентов ответивших заявили, что стоимость различных аккредитивов, обычного метода, предусматривающего использование банков для гарантирования оплаты экспортерам, в последние год выросла (см. рис. 1). Около 90 процентов банков сообщили о повышении стоимости механизмов кратко- и среднесрочного кредитования, при которых в качестве залога используются товары, являющиеся объектом торговли.

- **Международные финансовые трудности являются одним из основных факторов повышения стоимости финансирования торговли как в странах с развитым рынком, так и в странах с формирующимся рынком.** Примерно 80 процентов банков заявили, что более высокая стоимость привлеченных средств сыграла роль в повышении стоимости финансирования торговли (см. рис. 2). Давление возросшей стоимости привлеченных средств перевешивает смягчающее воздействие на расценки намного менее ограничительной денежно-кредитной политики во многих странах, особенно США и других странах с развитым рынком. Более высокие нормативы для капитала, введенные органами регулирования и самими банками для своих кредитных операций, также привели к увеличению спреда между стоимостью привлеченных средств банков и стоимостью финансирования торговли для их клиентов.

- **Опасение дефолта, именуемое контрагентским риском, заставляет банков ужесточать нормативы кредитования.** Более 90 процентов банков в странах с развитой экономикой и 70 процентов в странах с формирующимся рынком заявили, что они изменили свои критерии кредитования в отношении конкретного банка-контрагента по торговой операции. Банки также сообщили о более строгих нормативах для ряда конкретных стран, в том числе Аргентины, стран Балтии, Боливии, Венгрии, Венесуэлы, Вьетнама, Исландии, Кореи, Объединенных Арабских Эмиратов, Пакистана, России, Турции, Украины и Эквадора.

Вставка 1

Обследование банков

В ответ на нехватку информации о финансировании торговли МВФ совместно с Ассоциацией банкиров для финансов и торговли (АБФТ) провел обследование банков в странах с развитой экономикой, развивающихся странах и странах с формирующимся рынком, касающееся текущих условий финансирования торговли по сравнению с прошлым годом, а также ожиданий на 2009 год. Основное внимание в обследовании уделялось таким формам финансирования международной торговли, предусматривающим посредничество банков, как аккредитивы и торговые займы. АБФТ и Латиноамериканская федерация банков, профессиональные ассоциации ведущих международных операций финансовых организаций, направили анкету длинному списку банков, из которых 40 ответило, ответы примерно поровну распределились между странами с развитой экономикой и с формирующимся рынком.

• Предполагается, что текущие тенденции стоимости финансирования продолжатся в 2009 году.

Из обследования вытекает, что страны с формирующимся рынком и торговля биржевыми товарами пострададут в наибольшей степени. Но несколько банков отметили, что спреды могут уменьшиться, когда мировой спрос восстановится, и что объем торгового кредита может возрасти в результате происходящей консолидации банковской отрасли, особенно в странах с развитой экономикой. Меньшее число глобальных и очень крупных региональных организаций может в итоге предоставлять больший объем финансирования торговли, чем в настоящее время.

Сильный удар по странам с формирующимся рынком

Хотя повышение стоимости финансирования торговли является повсеместным, сокращение имеющегося объема чаще происходит в странах с формирующимся рынком, особенно в Азии. Банки в странах с развитой экономикой сообщили о примерно таком же числе операций по финансированию торговли в последние месяцы 2008 года, что и в конце 2007 года. Однако банки стран с формирующимся рынком сообщают о снижении операций по финансированию торговли в среднем на 6 процентов. Банки-респонденты как в странах с развитой экономикой, так и в странах с формирующимся рынком ожидали, что в 2009 году эта тенденция продолжится: банки в странах с развитой экономикой не ожидают существенно изменения операций, но банки стран с формирующимся рынком ожидают в среднем снижения на 10 процентов.

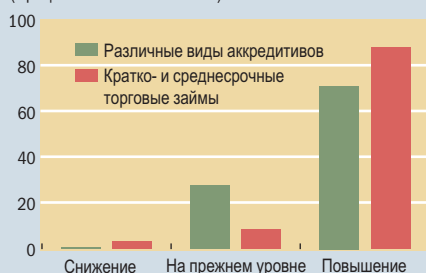
Банки отмечали, что внутрорегиональная торговля между странами с развитой экономикой, по-видимому, пока не по-

Рисунок 1

Удорожание финансирования торговли

С конца 2007 года 70 процентов банков сообщают о том, что плата за аккредитивы выросла, а 90 процентов банков говорят о повышении стоимости торговых займов.

(Процент ответивших банков)



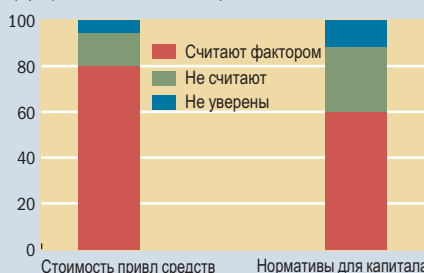
Источник: Обследование финансирования торговли МВФ, 2008.

Рисунок 2

Причины удорожания финансирования торговли

Большинство банков отмечают повышение стоимости привлеченных средств, а также заявляют о том, что повышение нормативов для капитала приводит к росту стоимости финансирования торговли.

(Процент ответивших банков)



Источник: Обследование финансирования торговли МВФ, 2008.

страдала от текущего кризиса. Более половины ответивших отметило, что финансирование экспорта на Ближний Восток и в Северную Африку на практике увеличилось. Но примерно столько банков отметило, что финансирование импорта из Южной Азии, Кореи и Китая резко сократилось. Одно возможное объяснение обвала в торговле в Восточной Азии заключается в том, что растущая стоимость финансирования и представление о повышении риска оказывают сильное воздействие на товары с невысокой маржой в длинных мировых цепях снабжения. Для промышленных товаров с невысокой маржой, которые наиболее важны для торговли Восточной Азии, более высокая стоимость финансирования может уменьшить объемы, поскольку импортеры могут быть не в состоянии позволить более дорогие аккредитивы. Этот эффект, возможно, уменьшается для товаров с более высокой маржой, которые преобладают в странах с развитой экономикой.

Будущая динамика цен

В условиях растущей стоимости привлеченных средств для банков, более высоких нормативов для капитала и повышающихся рисков дефолта рост стоимости финансирования торговли легко объяснить. Предсказать будущее сложнее.

Стоимость привлеченных средств, скорее всего, снизится, поскольку резкие снижения официальных ставок интервенции несколько компенсируют более высокие спреды. Но воздействие более высоких нормативов по капиталу, скорее всего, будет иметь более продолжительный характер. Многие банки заявили, что чрезмерно низкие нормативы для капитала для всех банковских продуктов создали возможность снижения спредов до неприемлемо низкого уровня. Это предполагает почти постоянное увеличение спредов, поскольку внутреннее распределение капитала и подразделения по управлению рисками самих банков, а также национальные органы регулирования требуют больше капитала для покрытия риска. Вместе с тем перспективы роста также имеют значение, и мрачные прогнозы для мировой экономики на ближайший период будут оказывать давление на повышение стоимости финансирования торговли, поскольку банки устанавливают ставки с учетом более высоких вероятностей дефолта импортеров и экспортеров. ■

Томас Дорси является начальником отдела в Департаменте по вопросам стратегии, политики и анализа.

Вставка 2

Что такое финансирование торговли?

Финансирование торговли может принимать многие формы в зависимости от уровня доверия между контрагентами и степени финансирования, требующегося от банков.

Если операция проводится исключительно между импортером и экспортером, то она может осуществляться на основе *предоплаты* (платеж поступает до отправки товаров) или *открытого счета* (отгрузка происходит до наступления платежа). В других случаях банки играют определенную роль.

Банки предлагают продукты для уменьшения риска неуплаты.

При *документарном инкассо* экспортер поручает своему банку доставить документы и получить платежи от импортера. Это ускоряет процесс получения средств, но банк оплату не гарантирует.

При *аккредитиве* для экспортера (именуемом также документарном аккредитиве) импортер обеспечивает, что его банк удостоверяет способность импортера оплатить поставку. Если экспортер не доверяет банку импортера, банк экспортера может дать *подтверждение* аккредитива.

Банки также предлагают продукты для уменьшения кредитного риска. *Страхование экспортных кредитов* позволяет экспортерам предлагать условия открытого счета на конкурентных рынках.

Наконец, банки предлагают *торговые займы* (именуемые также займами на пополнение оборотного капитала экспортера) под фактические товары. Это позволяет экспортеру, не обладающему достаточной ликвидностью, покрыть весь цикл денежного оборота.

Смена тенденций

Джан-Мария Милези-Ферретти

Под ударами
финансового
кризиса счета
внешних
операций
мировых
кредиторов
и заемщиков
радикально
меняются

ПРОДОЛЖАЮЩИЙСЯ финансовый кризис привел к радикальным изменениям цен на активы и валютных курсов во всем мире. Как в экономически развитых странах, так и в странах с формирующимся рынком фондовые рынки потеряли 40 и более процентов своей стоимости. Спреды процентных ставок по корпоративным и суверенным облигациям резко увеличились. Валютные курсы отличались крайней изменчивостью: валюты большинства стран с развивающимся рынком и некоторых развитых стран (таких как Великобритания) продемонстрировали резкое падение, в то время как иена существенно укрепилась. Эти изменения отразились не только на макроэкономической активности, но и значительно повлияли на внешние активы и обязательства основных стран-кредиторов и дебиторов.

Возьмем, к примеру, крупнейшего в мире внешнего заемщика — США. Как кризис повлиял на его позицию по отношению к остальному миру? Предварительные оценки показывают, что в 2008 году наблюдалось самое серьезное за всю историю ухудшение чистой внешней позиции США (под которой понимается разница между финансовыми требованиями резидентов США к остальному миру и финансовыми требованиями остального мира к резидентам США) — более чем на 2 трлн долларов. Это ухудшение произошло, несмотря на существенное снижение рыночной стоимости богатства США, приведшее к убыткам иностранных держателей активов США, и значительно превысило чистое заимствование США (дефицит счета текущих операций), которое составило «лишь» примерно 650 млрд долларов. Аналогичным образом, изменения цен на активы и валютных курсов серьезно повлияли на чистые внешние позиции стран, имевших в 2008 году крупный профицит по счетам текущих операций, таких как Китай, Япония и страны-экспортеры нефти.

В данной статье рассматриваются пути воздействия текущего кризиса на чистые внешние позиции стран-заемщиков и стран-кредиторов, а также вероятные последствия этих событий. Сначала разъясняется, как экономисты измеряют чистую внешнюю позицию

страны, подробно обсуждаются изменения внешней позиции США и стран-кредиторов, а в заключение приводятся некоторые соображения относительно того, как эти и связанные с ними события могут повлиять на регулирование глобальных дисбалансов.

Измерение чистых внешних позиций

Обеспокоенность постоянным присутствием «глобальных дисбалансов», то есть крупного дефицита по счетам текущих операций и связанного с этим внешнего заимствования в таких странах, как США, и крупного профицита по счетам текущих операций и связанного с этим внешнего кредитования такими странами, как Китай и ведущие страны-экспортеры нефти, объяснить достаточно просто. Рассмотрим, например, страну с дефицитом. Со временем она накопит значительный объем внешних обязательств, которые необходимо обслуживать (а для этого требуется торговый профицит). По мере ухудшения внешней позиции страны ее способность привлекать иностранный капитал может также сократиться, что приведет к снижению валютного курса и росту стоимости внешнего заимствования.

Риск, связанный со значительными внешними обязательствами, будет очевидным образом зависеть от международных условий. В периоды растущей международной финансовой интеграции доля богатства, которую резиденты страны инвестируют за границей, увеличивается, благодаря чему международное заимствование и кредитование упрощается. В периоды финансовых потрясений, одним из крайних случаев которых является текущий кризис, риски, сопряженные с масштабным привлечением внешних займов, могут резко возрасти, что ярко иллюстрируют такие примеры, как Венгрия и Латвия.

Для измерения чистой внешней позиции страны экономисты обычно рассматривают так называемую чистую международную инвестиционную позицию (ЧМИП — разницу между финансовыми требованиями резидентов страны к остальному миру и финансовыми требованиями остального мира к резидентам страны). ЧМИП страны может меняться по двум причинам: чистое внешнее заимствование или кредито-

вание (зеркальное отображение дефицита или профицита счета текущих операций) и изменения в стоимости активов и обязательств страны, обусловленные колебаниями валютных курсов и цен на активы. Например, если Китай владеет крупным объемом казначейских облигаций США и стоимость этих облигаций возрастает в связи со снижением процентных ставок в США, то ЧМИП Китая улучшится. Наоборот, укрепление юаня по отношению к доллару США приведет к снижению выраженной в юанях стоимости долларовых активов Китая, а значит, к ухудшению ЧМИП. ЧМИП не следует путать с показателем общего богатства страны: например, если производительность фирм страны возрастет, рыночная стоимость этих фирм повысится, а следовательно, повысится и богатство страны. Однако в том случае, если часть акций этих фирм принадлежит иностранным собственникам, ЧМИП страны вполне может уменьшиться, поскольку часть прироста богатства достанется остальному миру.

Развитие ситуации в США

Тогда почему же ЧМИП США столь сильно ухудшилась? И какие последствия будет иметь это ухудшение?

Чтобы разобраться в этих изменениях, полезно начать с описания позиции США на конец 2007 года, которая была отрицательной и составляла -2,2 трлн долларов (см. рисунок 1). Внешние активы США характеризовались крупными портфельными вложениями в акции и прямыми иностранными инвестициями (ПИИ), тогда как внешние обязательства США в основном были представлены долговыми инструментами (казначейскими и корпоративными облигациями). Чистая позиция по акциям (сумма активов в виде портфельных вложений в акции и активов в виде ПИИ за вычетом суммы обязательств в виде портфельных вложений в акции и ПИИ) была положительной и составляла примерно 3 трлн долларов, а чистая долговая позиция была отрицательной и превышала 5 трлн долларов. С точки зрения валютной структуры внешние активы США выражены главным образом в иностранной валюте, тогда как почти все обязательства США выражены в долларах.

После нескольких лет активного роста в 2008 году под ударом финансового кризиса стоимостные оценки фондовых рынков во всем мире резко упали. Поскольку США в основном имеют «длинные» позиции по акциям по отношению к остальному миру, это привело к серьезному чистому снижению стоимости капитала резидентов США. Эти чистые убытки дополнительно усугубил тот факт, что падение фондовых рынков за пределами США было более значительным, чем в США, что также отражало некоторое укрепление доллара. В общем, падение курсов акций, по-видимому, ухудшило позицию США по портфельным вложениям в акции примерно на 1,3 трлн долларов. Кроме того, на долларовую стоимость ПИИ

Рисунок 1

Чистое отрицательное значение

Чистая позиция США по акциям на конец 2007 года была положительной (3 трлн долларов), однако чистая долговая позиция страны была отрицательной (более 5 трлн долларов).

(В млрд долларов)

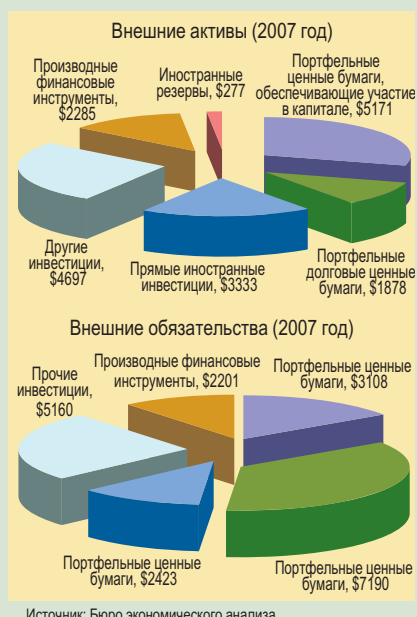
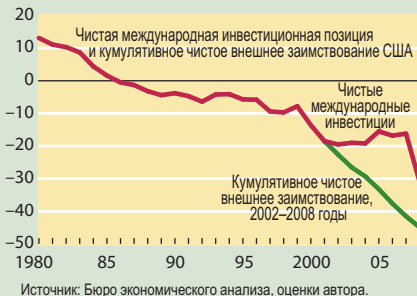


Рисунок 2

Разворот тренда

Наблюдавшийся в 2002–2007 годы чистый прирост стоимости капитала США в 2008 году сменился ее снижением.

(В процентах ВВП)



США за рубежом негативно повлияло укрепление доллара, что означало еще большее ухудшение чистой позиции США по акциям.

Хотя мировой финансовый кризис зародился в сегменте рынка долговых ценных бумаг США и вызвал радикальные изменения в курсах облигаций, эти колебания, по-видимому, оказали умеренное чистое воздействие на долговую позицию США. По состоянию на конец 2007 года, иностранным инвесторам принадлежали значительные пакеты выпущенных США казначейских облигаций и векселей (на сумму в 2,4 трлн долларов), агентских облигаций (1,6 трлн долларов) и корпоративных облигаций (2,8 трлн долларов). С падением процентных ставок стоимость казначейских и агентских облигаций росла, а стоимость корпоративных облигаций (к которым относятся и выпущенные частными структурами ценные бумаги, обеспеченные залогами) снижалась. Чистые убытки по корпоративным облигациям, скорее всего, превысили прибыль, полученную по казначейским и агентским облигациям.

В то же время, однако, резиденты США понесли убытки по своим вложениям в облигации, выпущенные за границей. Эти убытки были обусловлены разными причинами: снижение цен на долларовые облигации стран с формирующимся рынком, воздействие укрепления доллара на стоимость принадлежащих инвесторам США облигаций в национальных валютах, падение цен на корпоративные облигации в Европе, а также снижение стоимости ценных бумаг, обеспеченных активами (облигаций, выпущенных структурами на Каймановых Островах, но обеспеченных закладными США и приобретенными резидентами США). Чистые убытки в связи с изменением стоимости, понесенные резидентами США по этим долговым инструментам, вполне могли превысить убытки, понесенные по облигациям

США резидентами других стран.

В общем, чистые убытки по внешнему портфелю США, по-видимому, составляют в пределах 1,5 трлн долларов, и они могли бы быть даже больше, если оценить ПИИ по рыночной стоимости. Этот очень высокий показатель лишней раз иллюстрирует, как в мире с крупными трансграничными вложениями в финансовые инструменты колебания стоимости этих инструментов могут превзойти воздействие чистого заимствования или кредитования. Это также демонстрирует опасность экстраполяции систематического получения более высокой, чем планировалось, прибыли на активы вместо корректировки счета текущих операций: как видно из рисунка 2, в 2002–2007 годах в США наблюдался значительный прирост стоимости капитала, который позволил поддерживать в целом стабильный уровень ЧМИП, несмотря на активное

использование внешних заимствований. Этот прирост стоимости капитала был получен благодаря очень высокой прибыли на вложения инвесторов США в акции иностранных эмитентов, стоимость которых росла гораздо быстрее стоимости вложений иностранных инвесторов в акции эмитентов США, а также в результате значительного ослабления доллара, которое повысило долларовую стоимость вложений инвесторов США, выраженных в иностранной валюте. Обе этих тенденции в 2008 году изменили свою направленность.

Развитие событий в странах-кредиторах

В каких странах в 2008 году наблюдалось соответствующее чистое улучшение чистой внешней позиции? И, в общем плане, как резкие изменения валютных курсов и цен на активы отразились на мировых вложениях в активы и обязательства? Прежде всего, следует отметить, что падение курсов акций во всем мире привело к существенному снижению финансового богатства практически всех стран, а в ряде стран этот шок усугубился снижением стоимости жилой и коммерческой недвижимости. В странах, где вложения иностранных инвесторов в акции местных эмитентов существенно превышают вложения резидентов этих стран в акции иностранных эмитентов (группа стран, в которую входит большинство стран с формирующимся рынком, а также зона евро), чистая стоимость капитала по их внешней позиции повысилась, хотя их совокупное богатство уменьшилось. По моим предварительным приближенным оценкам, улучшение чистой внешней позиции, обусловленное изменениями цен на акции, в зоне евро может составлять порядка 1 трлн долларов, а в нескольких крупных странах с формирующимся рынком, таких как Бразилия, Индия, Китай, Корея и Россия, — порядка 200 млрд долларов.

В общем плане, как эти изменения цен на активы и валютных курсов влияют на внешнюю позицию крупнейших стран-кредиторов — Китая, Японии и стран-экспортеров нефти? Все эти страны в 2008 году имели высокий профицит по счетам текущих операций, который, при прочих равных условиях, еще больше увеличил их ЧМИП. Но, разумеется, воздействие изменений цен на активы и валютных курсов тоже было велико. В частности:

- В оценке по рыночной стоимости Китай, по-видимому, получил значительный прирост капитала по своим вложениям в казначейские и агентские облигации США, стоимость которых возросла в результате снижения процентных ставок в США. Этот чистый прирост следует добавить к соответствующему приросту по чистым портфельным вложениям в акции, которые упоминались выше (принадлежащие иностранным инвесторам портфели акций китайских компаний — включая американские депозитарные расписки — больше, чем портфели иностранных акций, принадлежащие резидентам Китая). С другой стороны, укрепление юаня по отношению к доллару США и другим валютам повысило долларовую стоимость ПИИ в Китае. В целом чистый прирост стоимости капитала, по-видимому, был положительным, поэтому по рыночной стоимости ЧМИП Китая, скорее всего, выросла более существенно, чем можно предположить на основании профицита счета текущих операций.

- Напротив, в Японии, по-видимому, произошло снижение чистой стоимости капитала по ЧМИП, которая вполне могла уменьшиться, несмотря на профицит счета текущих операций. Основной причиной такого изменения является динамика валютного курса: в 2008 году иена резко укрепилась (более чем на 30 процентов в номинальном эффективном выражении), и поскольку внешние активы Японии преимущественно выражены в иностранной валюте, а ее обязательства — в национальной валюте, в иенах стоимость активов снизилась по сравнению со стоимостью обязательств.

- Расчет воздействия изменений в ценах активов на стоимость внешних активов стран-экспортеров нефти является

непомерно сложной задачей, учитывая нехватку информации о величине и составе их активов. Принимая во внимание общемировое падение курсов акций, вероятно некоторое снижение стоимости внешних активов этих стран, но степень этого снижения нельзя точно определить (оценку потерь фондов суверенного богатства в государствах-членах Совета по сотрудничеству стран Персидского залива см. в работе Setser and Ziemba, 2009).

Воздействие на глобальные дисбалансы

Как эти события, а также текущий экономический и финансовый кризис в более широком смысле, связаны с перспективами урегулирования глобальных дисбалансов? На этот вопрос нельзя дать исчерпывающий ответ в нескольких предложениях, но следует отметить некоторые общие моменты.

- Процесс внешней корректировки — по крайней мере, частичный — шел до начала кризиса: если исключить импорт нефти, на который влияли рекордно высокие цены на энергоресурсы, дефицит счета текущих операций США с конца 2005 года снижался, чему способствовало существенное ослабление доллара по сравнению с его максимальной стоимостью в 2002 году.

- Учитывая значительное уменьшение «буфера» в виде акций, крупная отрицательная долговая позиция США в настоящее время представляется более уязвимой, что подчеркивает важность дальнейшего сокращения дефицита счета текущих операций.

- По прогнозам издания МВФ «Перспективы развития мировой экономики», такое сокращение произойдет, и этому будут способствовать кардинальное падение цен на нефть, в результате которого в 2009 году дефицит счета текущих операций США может уменьшиться на 150 млрд долларов или более, а также очень резкое снижение спроса в США.

- В общем плане, ввиду значительного уменьшения производства и спроса во всем мире объемы международной торговли быстро сокращаются, и динамика сальдо торгового баланса и счета текущих операций в США и других странах мира будет зависеть от относительной глубины и продолжительности экономического спада в каждой стране по сравнению с ее партнерами по торговле — а эти аспекты очевидным образом связаны с высокой степенью неопределенности.

В отношении регионов и стран, являющихся основными кредиторами, можно сказать следующее.

- В странах-экспортерах нефти снижение стоимости внешних активов сочетается со значительным сокращением доходов от нефти, профицит счета текущих операций этих стран, в 2008 году составлявший 600 млрд долларов, практически может полностью исчезнуть в 2009 году.

- В Японии более низкие цены на биржевые товары, по-видимому, смягчат уменьшение профицита счета текущих операций, обусловленное значительным укреплением иены и более низким внешним спросом.

- В Китае, на счета внешних операций которого благоприятно повлияют более низкие цены на биржевые товары, значительное стимулирование внутреннего спроса будет ключевым фактором борьбы с риском серьезного замедления внутреннего экономического роста и поможет внешнему перебалансированию. ■

Джан-Мария Милези-Ферретти — заместитель директора Исследовательского департамента МВФ.

Reference:

Setser, Brad, and Rachel Ziemba, 2009, "GCC Sovereign Wealth Funds: Reversals of Fortune," Council on Foreign Relations Working Paper (Washington); see www.cfr.org/content/publications/attachments/CGS_WorkingPaper_5.pdf.



Что делать

Лаура Кодрес и Адития Нарейн

СУЩЕСТВУЕТ достаточно факторов, на которые возлагают ответственность за мировой финансовый кризис, но одной из главных причин, способствовавших его развитию, явилось неадекватное регулирование, как с точки зрения его фрагментарного характера, так и необеспеченности исполнения. Структуры регулирования следует модернизировать, с тем чтобы предупредить другие случаи накопления системных рисков, создать более надежную базу для соединения сберегателей и инвесторов во всем мире (то есть мировое финансовое посредничество) и обеспечить наличие четкого и последовательного метода преодоления финансовой нестабильности при ее возникновении. Следует также рассмотреть методы, используемые центральными банками для предоставления рынкам ликвидности.

МВФ анализировал несколько областей, на которые необходимо будет обратить внимание в целях предотвращения системных кризисов:

- **периметр регулирования**, или какие учреждения и практика должны входить в компетенцию регулирующих органов;

- **процикличность**, то есть тенденция некоторых практических методов регулирования и ведения коммерческой деятельности увеличивать амплитуду цикла деловой активности;

- **информационные разрывы** в том, что касается риска и его распределения в финансовой системе;

- **гармонизация национальной политики и правовых основ в сфере регулирования**, призванная повысить эффективность координированного надзора за фирмами и рынками, проводящими трансграничные операции, и санкции этих фирм и рынков;

- **предоставление рынкам ликвидности**, с тем чтобы обеспечить бесперебойное движение средств, направляемых в инвестиции, и результативную передачу воздействия денежно-кредитной политики.

Периметр регулирования

Последний кризис ясно показал необходимость расширить периметр регулирования, включив в него учреждения и рынки, которые находились вне сферы охвата регулирования,

Необходимо пересмотреть сферу финансового регулирования и улучшить предоставление ликвидности. Здесь объясняется, как

а в некоторых случаях не могли быть выявлены органами регулирования и надзора. Некоторые из этих структур смогли получить краткосрочные займы для инвестирования в более долгосрочные активы и повысили свой леверидж (использование долговых средств для приобретения активов) до такого уровня, который поставил под угрозу стабильность финансовой системы, когда эти краткосрочные кредиторы потребовали возврата своих средств. Однако регулирование деятельности всех финансовых посредников является излишним, так как оно может ограничивать выгоды, приносимые некоторыми из этих посредников экономике, такие как инновации и эффективная передача средств. Чтобы избежать чрезмерной нагрузки на полезные рынки и учреждения, важно тщательно определить конкретные слабые места, на устранение которых должно быть направлено более общее регулирование (так называемую неэффективность рыночного механизма). Добиться этого можно было бы с помощью подхода на основе двух периметров. Многие финансовые учреждения и виды деятельности попадут во внешний периметр и должны будут соблюдать требования в отношении раскрытия информации. Те из них, которые являются источником системных рисков, переместятся во внутренний периметр и должны будут соблюдать пруденциальные нормативы.

В первом приближении нерегулируемые виды деятельности или структуры, которые должны быть помещены в рамки нового периметра, включают:

- учреждения, являющиеся контрагентами по операциям передачи рисков от регулируемых секторов: новый вид регулирования должен быть направлен на забалансовые единицы, такие как компании структурированных инвестиций, которые могут использоваться для приобретения рискованных активов у банков и других регулируемых фирм;

- инвестиционные фирмы, использующие леверидж и способные усиливать раскручивание нисходящих спиралей цен на активы, когда им необходимо уменьшить свой леверидж, то есть продать активы до наступления срока их погашения, с тем чтобы сократить долю заемных средств, если это соотношение считается чрезмерно высоким.

Провести четкое разграничение между структурами, имеющими и не имеющими системообразующего значения, будет трудно, но в идеальном случае учреждения, использующие меньшую долю заемных средств и в меньшей степени связанные между собой, должны нести меньшее бремя регулирования. И все же у органов регулирования должна быть возможность собирать об учреждениях достаточную информацию, чтобы определить, насколько они способствуют усилению системного риска.

Проциклическая практика

Экономические циклы — ожидаемое явление, но некоторые практические методы, используемые органами регулирования и самими учреждениями, могут усилить циклические колебания. Эти практические методы могут варьировать от нормативов в отношении минимального размера капитала и правил создания резервов для банков до управления рисками и практики оплаты труда во многих финансовых учреждениях.

Проблема пруденциального регулирования заключается в том, чтобы устранить проциклические элементы, не отказываясь при этом от принятия финансовыми учреждениями решений с учетом риска. Более того, любое изменение, связанное с введением добавочных нормативов, требующих дополнительного капитала, должно носить постепенный характер, чтобы не нанести еще большего ущерба ослабленной финансовой системе.

Одним из основных пунктов программы, направленной на смягчение проциклическости, должно быть регулирование капитала — размера средств, необходимых учреждениям, чтобы сохранять способность покрытия убытков. (Например, счи-

тается, что «базовый» капитал включает собственный капитал, полученный в результате выпуска акций, и объявленные резервы, сформированные за счет прибыли.) Необходимо ввести стимулы, побуждающие фирмы накапливать дополнительные запасы капитала в периоды подъема и расходовать их в периоды спада. Для этого существует несколько способов, но можно было бы просто установить антициклические требования к минимальному размеру капитала: размер капитала, необходимый для поддержания заданного уровня активов, будет повышаться в периоды резкого подъема и снижаться в периоды спада. В идеальном случае такие антициклические нормативы в отношении минимального размера капитала будут носить не дискреционный характер, а будут «встроены» в нормы регулирования и станут автоматическим стабилизатором, который в периоды подъема позволит надзорным органам противостоять давлению со стороны фирм или политиков, выступающих за то, чтобы события продолжали развиваться по восходящей траектории.

Кризис подчеркнул роль левериджа. В принципе, требования к минимальному размеру взвешенного по риску капитала, согласно которым для более рискованных активов необходим больший капитал, чем для менее рискованных активов, должны обеспечивать контроль над чрезмерным левериджем. Однако полезно также использовать норматив максимального левериджа, например, отношение высококачественного капитала к совокупным активам, включающий забалансовые единицы, в качестве относительно простого инструмента, позволяющего ограничить общий леверидж финансовых учреждений в период циклического подъема.

Хотя методы учета по справедливой стоимости, требующие от учреждений оценивать активы с использованием текущих рыночных цен, в большинстве случаев служат хорошим контрольным ориентиром, кризис с очевидностью показал, что в периоды уменьшения доли заемных средств они могут усилить раскручивание нисходящих спиралей цен. Если фирме приходится продать актив по низкой цене, другие фирмы могут быть вынуждены оценивать аналогичные активы по новой низкой цене, что может подтолкнуть другие фирмы к продаже, особенно если в них действуют правила, направленные против хранения активов с низкой стоимостью. Таким образом, правила учета должны позволять финансовым фирмам, имеющим торгуемые активы, формировать «резервы под изменение стоимостной оценки», которые возрастают, отражая завышение стоимости активов в периоды подъема, и служат буфером от любых изменений стоимости в сторону понижения в периоды спада. Точно так же стоимость активов, используемых в качестве залогового обеспечения, например, домов, на протяжении цикла обычно тоже меняется. В правилах бухгалтерского учета должна быть предусмотрена большая свобода, позволяющая представлять в отчетности более сдержанные оценки стоимости, основанные на перспективных и поддающихся измерению индикаторах.

Еще одна проциклическая особенность финансовой системы — это финансирование ликвидности, то есть способность финансовых фирм получать средства для предоставления их в кредит. В периоды подъема финансовые средства, как правило, имеются в большем количестве, а в периоды спада — в меньшем. Первой линией обороны в том, что касается обеспечения возможностей бесперебойного получения средств, является совершенствование методов управления риском ликвидности, применяемых в финансовых фирмах. Следует поощрять использование фирмами менее изменчивых форм финансирования, например, розничных депозитов вместо краткосрочного оптового финансирования. Установление дополнительных требований к минимальному размеру взвешенного по риску капитала или введение определенного рода сбора может стать эффективным методом пересмотра процентных ставок по ликвидности для смягчения части систем-

ных рисков. Можно также рассмотреть более грубый инструмент, обязывающий банки хранить минимальный объем высококачественных ликвидных активов.

Заполнение информационных пробелов

Одним из наиболее тревожных аспектов кризиса была неспособность увидеть, какие именно риски были распределены по разным держателям и кто были эти держатели. Предполагалось, что многие из новых структурированных кредитных продуктов будут распределять риски между теми, кто, теоретически, лучше всего способен управлять ими. Но во многих случаях органы надзора и другие участники рынка не могли проследить локализацию различных рисков. Более того, риски часто разделялись и дробились таким образом, что те, кто занимался объединением рисков, и покупатели не имели полного представления о проданных или приобретенных ими рисках. Более того, базовая информация, используемая для установления цен на такие сложные ценные бумаги, не была свободно доступной или не поддавалась интерпретации.

Для серьезного анализа системного риска и способов его предупреждения необходимо заполнить информационные пробелы. Возможно, наиболее востребованными являются данные о степени подверженности риску системно значимых банков и небанковских финансовых учреждений. Размеры и концентрация их открытых позиций (сведения о которых будут собираться, но не будут публиковаться официальными органами), а также связи между учреждениями, ведущими операции в разных странах и на разных рынках, имеют самое актуальное значение для наблюдения за системными рисками и уязвимыми местами.

Большой объем открытой информации о методах стоимостной оценки активов и о лежащих в ее основе данных и допущениях позволит более точно устанавливать цены и предоставит участникам больше возможностей понять корреляции и, потенциально, остаточные риски (маловероятные исходы, наступление которых приводит к разрушительным последствиям). Данные о ценах, объемах и общей концентрации на внебиржевых рынках также требуют внимания, поскольку обычно способы их отражения не позволяют другим участникам увидеть информацию об операциях, что ограничивает ликвидность в периоды напряженности. Клиринговую систему можно использовать для сбора данных по сделкам (и для взаимозачета), что позволит участникам и другим сторонам понять степень общего риска.

Больше внимания следует уделять сбору информации, на базе которой можно построить индикаторы, предупреждающие о надвигающихся проблемах. Аналитикам следует тщательно продумать, какого рода информация позволит получить перспективные оценки риска как в системе, так и в отдельных учреждениях или на отдельных рынках. Интуиция подсказывает, что индикаторы, которые учитывают риски, например, основанные на ценах опционов, в этом отношении лучше тех, которые их не учитывают. Но поскольку в таких индикаторах используются рыночные цены, они, скорее всего, будут отражать только текущие представления о будущем риске и могут оказаться не в состоянии предсказать ситуацию, когда риски приобретут системный характер.

Также оправдано введение усовершенствованных правил раскрытия информации, распространяющихся на финансовые учреждения и призванных повысить конкретность и последовательность информации. В частности, представление данных должно распространяться как на балансовые, так и на забалансовые статьи, поскольку значительная часть риска выносилась за баланс и скрывалась от инвесторов и от органов надзора. Небанковские финансовые учреждения должны будут также представлять базовые показатели левериджа и открытых позиций, отчасти для того, чтобы можно было определить их системную значимость. Должна раскрываться

информация о моделях и методах стоимостной оценки, чтобы инвесторы могли точнее оценивать риски того, что они приобретают. Раскрытие такой информации направлено на то, чтобы создать возможность для эффективного воздействия рыночной дисциплины.

На другом уровне рынки будут функционировать лучше, если данные о ценах, объемах операций и другие сведения в отношении рынков внебиржевых производных инструментов станут более доступны. Рынки, на которых отсутствовало последовательное представление информации, вызывали наибольшее число проблем и были связаны с наибольшей неопределенностью. Некоторые данные по внебиржевым инструментам уже собираются и могли бы раскрываться чаще, с представлением более подробной информации о географическом местоположении и охвате инструментов, видах контрагентов и общей рыночной концентрации. При этом направленность процесса сбора данных сместится от информации об объемах в сторону степени подверженности риску. Необходима более полная информация по свопам кредитного дефолта (СКД), поскольку держателями этих «страховых полисов» является такое множество взаимосвязанных сторон, что сложно установить, кто подвергается риску дефолта различных фирм. Централизованные клиринговые механизмы для контрактов СКД, подобные тем, которые создаются в настоящее время, помогут снизить риски контрагентов и придадут особое значение сбору информации.

Совершенствование трансграничной координации

Порядок надзора за финансовыми компаниями, имеющими общемировое и региональное значение, не позволил обеспечить бесперебойное управление системными и глобальными рисками, связанными с настоящим кризисом. Вина за это лежит не только на органах регулирования. Банкротство международного инвестиционного банка Lehman Brothers, неплатежеспособность трех исландских банков и обвал котировок международного страхового гиганта AIG — все это примеры ненадлежащей координации, которые нанесли ущерб доверию и функционированию финансовых рынков. Сложности, сопряженные с сохранением национальных интересов, как и прочие структурные, политические, культурные и правовые ограничения, препятствовали действенному надзору за финансовыми группами.

Директивные органы и политики в странах, где ведут свои операции финансовые конгломераты, сегодня должны действовать сообща, с тем чтобы устранить несоответствия в национальных правовых системах, ставшие очевидными в ходе недавних банковских крахов. Важно по ряду фундаментальных аспектов обеспечить сопоставимость правовых систем регулирования неплатежеспособности банков, как в странах происхождения, так и в принимающих странах. Например, представляется целесообразным иметь согласованные критерии осуществления процедур несостоятельности при наличии одобрения органами регулирования страны происхождения или соответствующими органами надзора в тех странах, где учреждение осуществляет свою деятельность. Согласованный набор руководящих указаний в отношении начала санации банков, включая иницирующие факторы, временные рамки и процедуры, позволит сохранить франшизную стоимость фирмы. Системы защиты вкладчиков и инвесторов должны предотвратить дестабилизирующий переток депозитов из одной юрисдикции в другую в периоды неопределенности. Наконец, механизм, основанный на определенных объективных критериях, таких как пропорциональный размер и качество активов в разных странах, должен обеспечивать справедливое распределение убытков, так чтобы юрисдикции с более эффективным надзором несли меньшее бремя затрат. Такие механизмы могут также приводить к сокращению операций фирмы за рубежом, если страна происхождения не располагает возможностями для участия в затратах по санации.

Во время кризиса трансграничные информационные потоки и сотрудничество между органами регулирования были несогласованными, что иногда препятствовало решению проблем. Сведения о степени подверженности трансграничному риску были неполными, а системные связи между финансовыми учреждениями недооценивались. Органы регулирования и надзора должны решить, какую информацию важно собирать и распространять, с учетом ее значения для системной стабильности.

Существует несколько способов укрепления сотрудничества между юрисдикциями. Например, наблюдение за фирмой может осуществлять надзорная коллегия из стран, в которых данная фирма ведет свои операции. Руководитель такой коллегии, главный инспектор (обычно из той страны, где находится домициль банка), отвечает за формирование четкого представления о концентрации риска в рамках фирмы, а также о ее основных сильных и слабых сторонах. Разрешенные виды деятельности фирмы будут определяться главным инспектором и другими компетентными инспекторами. Коллегия будет анализировать деятельность фирмы и, по мере необходимости, направлять специальные запросы о предоставлении информации. В целом, сведение к минимуму системного риска как прямо выраженная цель финансового надзора поможет согласовать различные аспекты регулирования глобальных и национальных финансовых фирм.

Фрагментированный характер некоторых форм национального регулирования также требует дополнительной координации и сотрудничества. В случае нескольких органов надзора на национальном уровне можно принять подход, подобный международной надзорной коллегии. Способность национальных органов регулирования более эффективно смягчать системный риск зависит не от институциональной структуры (то есть не от того, находятся ли они в рамках одного или нескольких учреждений, внутри или вне центрального банка), а от тесного сотрудничества и координации между ответственными органами регулирования.

Предоставление рынкам ликвидности

Кризис породил множество способов предоставления рынкам ликвидности. Центральные банки увеличили число контрагентов, расширили перечень видов приемлемого залогового обеспечения и продлили сроки погашения займов на поддержание ликвидности. В некоторых случаях были введены новые механизмы. Но хотя эти меры помогли удовлетворить возросший спрос на ликвидность, им не удалось поддержать функционирование рынков отчасти потому, что они не устранили неуверенность в отношении контрагентов, господствующую на финансовых рынках. Способность центральных банков использовать процентные ставки для управления процессом посредничества усложнилась. Центральным банкам следует проанализировать, на какие рыночные ставки они могут оказывать влияние, учитывая характер преобразования этих ставок в процентные ставки по займам, уплачиваемые конечными пользователями. В странах с формирующимся рынком центральным банкам также приходится решать, как предоставить необходимую ликвидность, не вызвав при этом бегство капитала.

Механизмы передачи воздействия денежно-кредитной политики были менее надежными, поэтому центральным банкам следует уделить внимание выяснению того, как они могут напрямую поддерживать посредничество в период корректировки банковских балансов. Такие операции, как обмен активами с целью временного освобождения балансов банков, с тем чтобы дать им возможность предоставлять другие займы, могут обеспечить прямую поддержку рынка. Квазифискальные меры, например, использование баланса центрального банка для кредитования конкретных заемщиков, помогают поддерживать функционирование кредитных рынков, но могут иметь

разрушительные последствия в случае применения их в течение продолжительных периодов времени. В частности, они могут привести к большей расплывчатости сигнального аспекта ставки интервенций центрального банка, исключить непривлекательных заемщиков (потенциально вытесняя предназначенные для них средства) и настолько увеличить валюту баланса центрального банка, что это может угрожать его репутации эффективно управляемого учреждения.

Наиболее важно, чтобы новые методы, применяемые для предоставления экстренного финансирования на поддержание ликвидности и для обеспечения посредничества нуждающимся заемщикам, включали определенные представления о том, каким образом отказаться от этих методов по мере нормализации условий. Сроки отказа от этих методов должны быть скоординированы, чтобы не допустить резких колебаний ликвидности и кредита. Стратегии выхода со стимулами, которые постепенно отучают участников рынка обращаться к центральным банкам, возвращая их к обычным поставщикам ликвидности, с наименьшей вероятностью повлекут за собой такие резкие изменения. Например, центральные банки могут постепенно менять порядок бухгалтерских проводок, чтобы снизить привлекательность отражения в учете более рискованного залогового обеспечения. Аналогичную цель будет преследовать и корректировка процентных ставок по инструментам центрального банка, с тем чтобы повысить стимулы к использованию рыночных каналов.

Будущее регулирования

Дискуссии о пересмотре системы регулирования в целях предотвращения будущих кризисов ведутся на многих международных форумах. Подчеркивая настоятельную потребность в изменении норм регулирования, важно также иметь в виду необходимость укреплять способность и готовность органов надзора обеспечивать своевременное и надежное соблюдение этих норм. Любой пересмотр нормативов будет безрезультатным, если не будет усовершенствована система принудительного исполнения, а это, в свою очередь, потребует обеспечить операционную независимость органов надзора и наличие у них достаточного объема ресурсов.

Для изменения норм регулирования потребуется время, но существует мощный импульс к продвижению в обсуждавшихся выше направлениях. Чем раньше рынки смогут понять направленность новых нормативов, тем раньше инвесторы смогут проанализировать новые условия. Поскольку многие инвесторы опасаются жестких реформ в области регулирования, они не торопятся размещать свои средства в различных учреждениях и на финансовых рынках. Неопределенная ситуация в сфере регулирования затрудняет оценку того, какие направления коммерческой деятельности будут продуктивными, а каким можно позволить прекратить свое существование. Поэтому движение к обеспечению согласованности норм регулирования в ряде областей как за рубежом, так и в рамках национальных юрисдикций, может помочь восстановить столь остро необходимую определенность в финансовой системе. ■

Лаура Кодрес — начальник отдела, а Адития Нарейн — заместитель начальника отдела Департамента денежно-кредитных систем и рынков капитала МВФ.

В основу настоящей статьи положен документ «Уроки финансового кризиса для будущего регулирования финансовых учреждений и рынков и для управления ликвидностью» (“Lessons of the Financial Crisis for Future Regulation of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management”), подготовленный Департаментом денежно-кредитных систем и рынков капитала МВФ. В группу основных авторов входят также Луис Кортесваррия-Чекли, Саймон Фрэй, Берри Джонстон и Иан Тауэр. Статью «Уроки» и работы, на которые она опирается, а также полный перечень участвовавших авторов можно найти по адресу: www.imf.org/fandd.

Расплата

Карло Котарелли

МАССИВНОЕ и беспрецедентное вмешательство правительств США и других стран с развитой экономикой призвано восстановить экономический рост и оздоровить финансовый сектор. Но воздействие кризиса на государственные финансы является значительным: увеличение государственного долга (как доли ВВП) в странах с развитой экономикой, по оценкам, будет самым большим и наиболее широко распространенным после Второй мировой войны. Это увеличение происходит в условиях ранее существовавших долгосрочных требований, связанных с расходами на пенсию и здравоохранение, особенно в странах, которые вскоре испытают быстрое смещение к более пожилому населению.

У правительств практически нет иного выбора, кроме вмешательства для спасения финансовой системы от краха и предоставления бюджетного стимула для противодействия резкому сокращению спроса частного сектора. Такие действия, возможно, еще не закончились. Нетрудно представить себе сценарий, при котором более высокие процентные расходы и более низкие темпы роста приведут к нарастающим показателям отношения долга к ВВП, которое в конечном итоге заставит инвесторов усомниться в устойчивости государственных финансов во всем мире. До настоящего времени этого в целом не произошло (хотя спреды по свопам кредитного дефолта растут во многих странах), и воспринимаемая вероятность дефолта остается маленькой. Но поскольку уверенность инвесторов в кредитоспособности правительств играет ключевую роль в предотвращении полного обвала в финансовой и экономической системе, сохранение такой уверенности имеет важнейшее значение.

То, как воспринимаются проблемы платежеспособности бюджета, приведет к росту процентных ставок, поскольку держатели долговых обязательств потребуют более высокой премии за риск, и может подорвать действенность мер бюджетного стимулирования. Так как же правительствам следует реагировать после кризиса, который привел к большому увеличению требований к государственной казне? В настоящей статье приводятся количественные результаты недавнего исследования Департамента по бюджетным вопросам МВФ по прямым и косвенным издержкам, связанным с финансовым кризисом. Мы изучили масштабы вмешательства в финансовом секторе; косвенные, не связанные с действиями властей издержки, напри-

мер, вызванные воздействием спада и обвала цен на активы на доходы бюджета; косвенные издержки в результате бюджетного стимула, принятого властями для возобновления роста экономики. Кризис также рассматривается в более общем контексте с помощью: 1) его сравнения с прошлыми эпизодами значительного накопления долга и сокращения в некоторых крупнейших экономиках; 2) сопоставления затрат на текущий кризис с уже существовавшими и намного более серьезными долгосрочными проблемами, связанными со старением населения. В этой статье в заключение излагается возможная стратегия, согласно которой бюджетная политика может содействовать возобновлению нормального роста экономики при сохранении платежеспособности государственного сектора, и указываются некоторые важнейшие области, где МВФ может сыграть конструктивную роль.

Растущие прямые расходы и обязательства

Беспрецедентные масштабы и характер финансового кризиса заставили директивные органы проявлять удивительную изобретательность в своих действиях для поддержки проблемных финансовых организаций и рынков. Такое вмешательство в основном предусматривало пополнение капитала, приобретение активов или прямое кредитование или гарантии пра-

Роль среднесрочной налогово-бюджетной политики в восстановлении после кризиса

Витрина в САР Гонконг.



вительств или центральных банков. В большинстве случаев операции, проведенные напрямую правительствами, привели к увеличению валового государственного долга, хотя и необязательно к изменению частой стоимости активов или общему дефициту, если учесть связанное с этим приобретение активов, по крайней мере, если сделки с конкретными активами отражают фактическую рыночную стоимость без какого-либо элемента субсидирования.

Совокупные валовые расходы на пополнение капитала и приобретение активов, а также прямое кредитование правительствами в среднем составило 5 процентных пунктов ВВП для стран с развитой экономикой в Группе 20-ти (см. вставку). Однако со временем чистое воздействие на бюджет будет зависеть от коэффициента возмещения первоначальных затрат при продаже приобретенных активов. Опыт прошлых банковских кризисов предполагает, что коэффициенты возмещения по этим операциям бывают очень разными, а возмещение становится значительным лишь когда рост экономики вновь приобретает прочную основу.

Помимо этих операций, которые оказывают непосредственное воздействие на валовой государственный долг, новые условные обязательства в форме кредитных линий центрального банка и гарантий по банковским депозитам имеют более значительные масштабы. Действительно, большинство стран повысили лимиты страхования депозитов, а несколько стран гарантировали межбанковские займы и другие инструменты, в некоторых случаях на суммы, превышающие в несколько раз ВВП. Хотя при благоприятных сценариях чистые затраты на такие гарантии будут ограниченными, важно иметь в виду, что диапазон возможных исходов гораздо шире и итог может быть гораздо хуже, особенно если экономический и финансовый кризис окажется продолжительным.

Бюджетный стимул

Столкнувшись со снижением экономической активности, многие страны объявили о пакетах бюджетных стимулов. Общие цифры в некоторых случаях были весьма внушительными. Вместе с тем, в условиях когда от правительств требуется продемонстрировать, что они оказывают помощь своим гражданам, важно проводить различие между общими цифрами, сообщаемыми прессе, и фактическими данными путем ведения учета, сколько мер действительно являются дополнительными по отношению к уже предусмотренным в бюджетах на следующие годы. Иногда различия бывают значительными. После учета этих факторов в имеющихся данных бюджетные стимулы несколько меньше, но все же представляют собой существенную величину. Например, в 2009 году для стран Группы 20-ти они в среднем составляют 1,5 процента ВВП.

Кто входит в Группу 20-ти?

В Группу 20-ти входят министры финансов и управляющие центральных банков 19 стран: Австралии, Аргентины, Бразилии, Германии, Индии, Индонезии, Италии, Канады, Китая, Мексики, России, Саудовской Аравии, Турции, Соединенного Королевства, Соединенных Штатов Америки, Франции, Южной Африки, Южной Кореи и Японии, плюс Европейский союз, представленный Председателем Совета, на должность которого выбирают по принципу ротации, и Европейский центральный банк. Директор-распорядитель Международного Валютного Фонда и президент Всемирного банка, а также председатели Международного валютно-финансового комитета и Комитета по развитию МВФ и Всемирного банка также участвуют во встречах. На долю стран-членов Группы в общей сложности приходится около 90 процентов глобального валового национального продукта, 80 процентов мировой торговли (включая торговлю внутри ЕС), а также две трети мирового населения.

Почти две трети бюджетных стимулов до настоящего времени приходилось на меры в области расходов, при этом особый упор делался на увеличение расходов на инфраструктуру. Многие страны также объявили о планах для защиты уязвимых групп — в том числе об улучшении пособий по безработице, денежных трансфертах малоимущим и поддержке детей и пенсионеров. Несколько стран расширили поддержку малым и средним предприятиям; другие поддерживают конкретные отрасли (такие как автомобильную промышленность).

Меры в отношении доходов были в первую очередь ориентированы на население, в основном предусматривали снижение подоходного налога с физических лиц и косвенных налогов. Большинство мер стимулирования в сфере расходов должны прекратить свое действие после определенного периода — хотя некоторые программы расходов скажутся на периодических расходах, например, расходах на обслуживание новых проектов инфраструктуры. Но большинство мер в области доходов являются постоянными; несколько пакетов мер предусматривают возврат к прежнему состоянию, при этом некоторые сокращения налогов сегодня уже намечено компенсировать повышениями налогов через несколько лет. (Например, в Соединенном Королевстве снижение налога на добавленную стоимость будет компенсировано мерами по увеличению доходов начиная с 2010 года.)

Другие фискальные последствия кризиса

Глобальное снижение экономического роста, вызванное финансовым кризисом, также имеет негативные последствия для государственных доходов в силу действия автоматических стабилизаторов. Если экономическая активность восстановится относительно быстро, то воздействие снижения доходов не должно вызывать особого беспокойства. Но если спад превратится в продолжительную рецессию, то воздействие на устойчивость государственных финансов будет гораздо более серьезным.

Кроме того, более значительные последствия кризиса, не связанные с действиями властей, вызваны обвалом цен на акции и жилье, а также сокращением прибыли финансового сектора; это привело к резкому снижению доходов от налогов по таким статьям, как прирост стоимости капитала и прибыли корпораций. Кроме того, если обвал цен на биржевые товары может быть приписан мировому снижению экономического роста, то другим отрицательным эффектом (для производителей биржевых товаров) является резкое падение доходов, связанных с биржевыми товарами.

Убытки, понесенные в результате обвала цен на активы, также были значительными для накопительных пенсионных систем (как государственных, так и частных), и возможно, что общественность потребует от государства компенсиро-

Растущий долг

Из-за экономического кризиса в странах с развитой экономикой произойдет резкое увеличение государственного долга (изменение сальдо государственных финансов и государственного долга в Группе 20-ти¹, в процентах ВВП; различие по сравнению с предыдущим периодом)

	2008 (A)	2009 (B)	2008-09 (A+B)
Сальдо государственных финансов			
Страны с развитой экономикой Группы 20-ти	-2.3	-3.8	-6.1
Страны с формирующимся рынком Группы 20-ти	-0.3	-3.2	-3.4
Группа 20-ти	-1.5	-3.6	-5.1
Государственный долг			
Страны с развитой экономикой Группы 20-ти	4.4	10.0	14.4
Страны с формирующимся рынком Группы 20-ти	-2.0	1.9	-0.1
Группа 20-ти	2.0	7.0	9.0

Источник: Данные издания «Перспективы развития мировой экономики» за январь 2009 года, обновленные с учетом окончательного варианта пакета мер стимулирования в США и недавних мер финансовой поддержки в Соединенном Королевстве.

¹Данные о секторе государственного управления, если таковые имеются, в иных случаях самые полные агрегированные данные о государственных финансах, взятые из издания «Перспективы развития мировой экономики» и обновленные, как указано выше. В таблице приводятся взвешенные средние на основе ВВП по паритету покупательной способности.

вать ущерб участникам пенсионной системы, пострадавшим от кризиса.

Оплата счетов

Если сложить эти различные расходы, то становится очевидным, что кризис серьезно скажется на государственных финансах в краткосрочной и последующей перспективе (см. таблицу). Действительно, наши оценки, основанные на прогнозе роста МВФ, сделанном в январе 2009 года, ухудшатся, если прогноз роста будет вновь снижен.

- По оценкам, сальдо государственных финансов уменьшится на 6 процентных пунктов ВВП в 2008–2009 годах по сравнению с 2007 годом для стран с развитой экономикой Группы 20-ти, при этом половина снижения приходится на бюджетные стимулы и поддержку финансового сектора. Оставшаяся часть вызвана автоматическими стабилизаторами и потерей доходов из-за других эффектов, не связанных с действиями властей. Для стран с формирующимся рынком Группы 20-ти снижение сальдо несколько меньше, что объясняется меньшим воздействием кризиса на производство, и, возможно, тем, что у многих этих стран меньше возможностей для обеспечения бюджетного стимула. Вместе с тем, кризис все еще развивается и некоторые страны с формирующимся рынком все больше ощущают его воздействие.

- В странах с развитой экономикой Группы 20-ти увеличение отношения долга к ВВП, по оценкам, составит 14,5 процентных пунктов ВВП, половина прироста приходится на пакеты мер по поддержке финансового сектора. И в этом случае воздействие меньше для стран с формирующимся рынком Группы 20-ти. Однако ожидаемое увеличение долга в 2009 году представляет собой поворот в убывающей тенденции, наблюдавшейся с 2002 года.

Возможно, не такие исключительные показатели по историческим меркам

Сегодняшний кризис, таким образом, в странах с развитой экономикой привел к самому резкому и наиболее широко распространенному росту отношения долга к ВВП со Второй мировой войны. Но в прошлом наблюдались еще большие увеличения, особенно в периоды двух мировых войн; во время Великой депрессии также отмечалось общее возрастание отношения долга к ВВП, хотя оно происходило постепенно, в основном в результате более продолжительной рецессии. Для того чтобы объективно рассмотреть текущий кризис, целесообразно вспомнить основные черты прошлых эпизодов значительного накопления и сокращения задолженности в некоторых крупнейших экономиках (см. рисунок). Эти сведения могут побудить читателя относиться к текущему увеличению долга с достаточным оптимизмом.

- В нескольких прошлых эпизодах некоторые крупнейшие экономические державы мира накапливали очень большие долги (свыше 100 процентов ВВП), которые иногда удавалось сократить без серьезных экономических или социальных потерь.

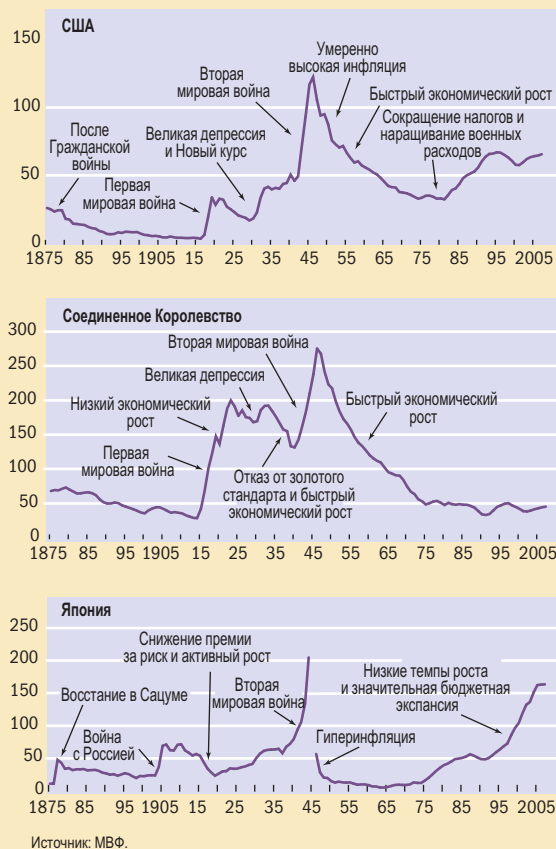
- Основным фактором, лежавшим в основе большинства случаев успешного снижения отношения долга к ВВП за последние два столетия, являлся быстрый устойчивый рост экономики. Например, быстрый экономический рост после Второй мировой войны привел к снижению отношения долга к ВВП в США со 121 процента в 1946 году до 50 процентов в 1965 году. Напротив, при чрезмерно осторожной фискальной политике и сохранении золотого стандарта медленный рост экономики в 1920-е годы и в период Великой депрессии вызвал повышение отношения долга к ВВП в Соединенном Королевстве со 130 процентов в 1919 году до 178 процентов в 1933 году.

Вместе с тем имеются причины проявлять большую осторожность при рассмотрении текущих перспектив и делать упор на необходимость сохранения платежеспособности бюджета.

Пики и низшие точки

Исторически, войны приводили к увеличению государственного долга.

(Государственный долг в процентах ВВП)



Источник: МВФ.

- В ведущих странах с развитой экономикой небезвестны и разрушительные методы сокращения долга. После крупных войн и в условиях внутренней политической нестабильности возникла гиперинфляция, умеренная инфляция также играла существенную роль в сокращении реальной стоимости долга — особенно до 1950-х годов. В условиях серьезных экономических спадов в период между мировыми войнами происходили также частные дефолты, например, в Италии в конце 1920-х годов; а отмена «золотых оговорок» в долговых контрактах в 1933 году в США позволила предостеречь 25-процентное увеличение отношения долга к ВВП, когда США отошли от золотого стандарта.

- При изучении уроков прошлых эпизодов важно также иметь в виду два важных различия. Во-первых, в военные периоды, на которые приходится некоторые случаи самого значительного и быстрого увеличения долга, внутреннему финансированию обычно способствует всесторонний контроль государства за экономикой, в том числе контроль за движением капитала; граждане, возможно, также чувствовали моральный долг и поддерживали военные усилия. Во-вторых, текущий кризис обладает подлинно новыми чертами по сравнению с прошлыми эпизодами: в частности, в невиданных ранее масштабах присутствуют условия обязательства, связанные с гарантиями обязательств финансового сектора.

Не следует забывать о более серьезном кризисе — старении населения

Еще одно различие между текущим эпизодом накопления долга и прошлыми периодами заключается в наличии сегодня давних бюджетных проблем в области систем пенсионного обеспечения и здравоохранения.

Если сегодняшние системы пенсионного обеспечения и здравоохранения являются хорошо развитыми (и дорогостоя-

ящими) в большинстве стран с развитой экономикой и нескольких странах с формирующимся рынком, в эпизодах до Второй мировой войны положение было иным. Например, одним из самых известных достижений администрации Франклина Делано Рузвельта было создание, в качестве ответной меры во время Великой депрессии, системы социального обеспечения в США в 1935 году (с немедленным увеличением взносов и отложенными пенсионными выплатами).

Сегодня большинство стран с развитой экономикой и несколько стран с формирующимся рынком сталкиваются с долгосрочными бюджетными проблемами из-за воздействия старения населения на расходы на системы пенсионного обеспечения и здравоохранения: в большинстве стран Группы 20-ти, по которым имеются данные, расходы на пенсии и здравоохранение, как предполагается, вырастут с 2005 года по 2050 год более чем на 3 процентных пункта ВВП. Более того, эти проблемы гораздо острее, чем проблемы, вызванные финансовым кризисом: в пересчете на чистую приведенную стоимость бремя кризиса эквивалентно не более чем 5 процентам бремени старения населения. Однако из-за медленного характера проблемы старения по сравнению более насущными и видимыми последствиями финансового кризиса, существует опасность того, что проблемы старения населения будут временно забыты и их решение будет отложено на период, когда оно обойдется дороже.

Стратегия восстановления

С учетом этих соображений странам необходимо вскоре уточнить свою стратегию обеспечения бюджетной платежеспособности, хотя успешное возобновление роста экономики после финансового кризиса требует как восстановления здоровья финансовой системы, так и предоставления значительных стимулов в ближайшей перспективе в случае тех стран, которые могут себе это позволить.

Разработчикам политики потребуется сочетать два противоположных риска.

- **Риск продолжительного спада и застоя.** В этом случае экономические и бюджетные издержки бездействия могут быть еще больше, чем издержки действий. Если экономическая и финансовая ситуация еще больше ухудшится, то может потребоваться в самом первоочередном порядке дополнительная поддержка финансового сектора, а также, возможно, поддержка для увеличения совокупного спроса.

- **Риск потери уверенности в платежеспособности государства.** В этом плане необходимо внимательно следить за индикаторами предполагаемой уязвимости государственных финансов, такими как реальные процентные ставки, инфляционные ожидания, спреда по облигациям и свопам кредитного дефолта, и сроки задолженности.

Компромиссное сочетание этих двух рисков будет зависеть от конкретных условий отдельных стран. Действительно, между странами существуют большие различия в той степени, в которой они могут позволить себе дополнительный стимул: прогнозируемый уровень долга и показатели уязвимости государственных финансов имеют отношение к принятию соответствующих политических решений.

Однако для всех стран это компромиссное сочетание можно улучшить, если правительства убедительным образом разъяснят свою стратегию обеспечения платежеспособности бюджета. Такая стратегия должна базироваться на четырех основах.

Во-первых, пакеты бюджетных стимулов должны в максимальной мере состоять из временных мер, с тем чтобы избежать постоянного увеличения дефицитов. Хотя стимулирование, скорее всего, будет продолжительным, поскольку снижение спроса в частном секторе, вероятно, будет долгосрочным, оно не должно приобрести постоянный характер.

Во-вторых, меры политики должны быть интегрированы в среднесрочные бюджетные параметры, предусматриваю-

щие бюджетную консолидацию после улучшения экономической ситуации. Среднесрочные параметры (подкрепляемые законами о фискальной ответственности, бюджетными правилами или независимыми фискальными советами) будут служить ориентирами для политики в области расходов и доходов. Но ввиду возросшей неопределенности относительно экономических перспектив бюджетные параметры должны обеспечивать достаточную гибкость для оказания дополнительной бюджетной поддержки, если это необходимо.

В-третьих, правительствам следует провести структурные реформы для улучшения перспектив роста, что было важнейшим фактором в сокращении бремени долга в большинстве прошлых эпизодов успешной фискальной стабилизации. В бюджетной сфере стабилизация должна предусматривать реформы расходной части для сокращения непроизводительных расходов при сохранении программ, обеспечивающих высококачественный рост и высокую общественную отдачу. Налоговые реформы должны предусматривать стимулы для труда и инвестирования; есть также плюсы в уменьшении предпочтений финансирования за счет займов по сравнению с финансированием за счет выпуска акций, которые заложены в большинство налоговых систем.

В-четвертых, для преодоления долгосрочных проблем, связанных со старением населения, необходим четкий план реформирования благ в области пенсионного обеспечения и здравоохранения. Масштабы и суммы корректировки будут зависеть от конкретной страны. Тем не менее, в большинстве стран отсрочка реформ в конечном итоге должна привести к более значительным и болезненным мерам. В некоторых отношениях огромные масштабы проблем, связанных со старением населения, можно рассматривать даже как возможность в сегодняшних условиях: решение этих проблем с помощью таких действий, как повышение пенсионного возраста, может существенно ослабить беспокойство участников рынка относительно платежеспособности бюджета.

Открывающиеся возможности

Эти рецепты не являются новыми — часть из них составляет часть долгосрочных рекомендаций МВФ по экономической политике. Однако ослабление состояния государственных финансов усиливает необходимость их выполнения.

Принятие серьезных бюджетных реформ в период значительного ухудшения экономической ситуации, скорее всего, будет сложным с точки зрения политической экономии, но при этом также открываются новые возможности. Действительно, иногда кризисы обеспечивают заряд для политически трудных реформ, и кризисная среда может создать возможности для комплексного подхода с радикальными преобразованиями, где непосредственные стимулы, содействующие экономике, могут сочетаться с введением долгосрочных реформ обязательных пособий.

МВФ, наряду с другими международными финансовыми организациями, предстоит сыграть важную и конструктивную роль в содействии бюджетным реформам, которые являются частью предлагаемой стратегии. Ввиду глобального состава своих членов МВФ находится в уникальном положении для оказания содействия, как в рамках работы со странами и деятельности в области экономической политики, так и в плане технической помощи странам-членам, которые все пострадали от текущего кризиса, хотя и в различной степени. Деятельность в области реформы обязательных пособий, бюджетной отчетности и бюджетных правил относится к числу тех видов деятельности, которые в ближайшие годы, скорее всего, будут на переднем плане. ■

Карло Котарелли является директором Департамента по бюджетным вопросам МВФ.



Спасительная информация

Почему улучшение статистической информации будет играть важную роль в предотвращении будущих кризисов

Адельхейд Бюрги-Шмельц

ТОЧНЫЕ, полные и своевременные данные имеют решающее значение для принятия обоснованных решений в области экономической политики и финансов. В отсутствие качественных данных директивные органы не в состоянии осуществлять эффективное управление, а руководители предприятий могут оставаться в неведении, не имея возможности распознавать возникающие тенденции и сигналы об опасности.

Каждый кризис выявляет слабые места, и текущий глобальный кризис — не исключение. Скорость, с которой развивался этот кризис, подчеркивает значение показателей, которые могли бы способствовать усилиям по созданию систем раннего предупреждения и анализу трансграничных финансовых связей. Хотя анализ распространения и передачи риска затруднялись сложностями, создаваемыми новыми финансовыми инструментами, кризис также подчеркнул необходимость более тщательно следить за деятельностью структур особого назначения и внебалансовых предприятий, часто создававшихся именно потому, что они находились «вне поля видимости».

Кризисы середины и конца 1990-х годов вызвали значительный прогресс в представлении данных — существенно более подробных и своевременных данных по странам с формирующимся рынком. Кроме того, значительно улучшились данные о валютных резервах и внешнем долге.

Но одновременно с устранением этих пробелов происходило дальнейшее изменение финансового ландшафта. С одной стороны, небанковское финансовое посредничество расширилось гораздо быстрее, чем банковское. В то же время наблюдалось стремительное развитие новых инструментов, включая производные инструменты и секьюритизированные активы. Последний кризис подчеркнул недостаток согласованных данных о держателях инструментов, о состоянии балансов небанковских учреждений и об условных рисках и позициях по производным финансовым инструментам. Кроме того, частные структуры в странах с формирующимся рынком глубже влились в глобальные рынки, что подчеркнуло недостаток балансовых данных о частном секторе в странах с формирующимся рынком.

В настоящей статье рассматриваются успехи в совершенствовании сбора и распространения статистической информации на международном уровне, достигнутые в последние годы, и вносятся предложения о том, что следует сделать для дальнейшего улучшения международного сотрудничества и устранения пробелов, выявленных кризисом.

Крупные сдвиги

За последние 10–15 лет произошло существенное улучшение гармонизации и доступности экономических и финансовых

данных, а также началось осуществление проектов, способствующих анализу уязвимости стран к шокам. Отчасти это делалось в ответ на предыдущие кризисы, в том числе кризисы в Мексике и Азии в 1990-е годы, когда возникло понимание того, что медленное и неполное представление важнейших экономических и финансовых данных усугубляло проблемы. Как следствие, аналитики и директивные органы в настоящее время могут значительно лучше оценивать суверенный риск в странах с формирующимся рынком, чем в 1990-е годы.

Стандарты и распространение данных. Была проведена большая работа по установлению стандартов представления экономических данных органами государственного управления. Кризис в Мексике в середине 1990-х годов привел к созданию двух важнейших стандартов — Специального стандарта распространения данных (ССРД) и Общей системы распространения данных (ОСРД). Эти инициативы обеспечили комплексные основы для получения и распространения базового набора экономических и финансовых данных. ССРД предписывает методы представления общественности экономических и финансовых данных государствами-членами МВФ, которые имеют или, возможно, стремятся получить доступ к международным рынкам капитала, а ОСРД предлагает надлежащую практику составления и распространения статистики.

Впоследствии, после финансового кризиса в Азии, ССРД был усилен за счет включения в него раздела о распространении данных о резервах и ликвидности в иностранной валюте, и были введены новые требования в отношении внешнего долга и международной инвестиционной позиции страны. Как следствие, число стран, распространяющих эти наборы данных, значительно возросло, что улучшило межстрановую сопоставимость данных.

Актуальность и значимость этих стандартов вскоре были признаны государствами-членами МВФ. В настоящее время примерно 85 процентов стран из 185 государств-членов МВФ участвуют в том или другом из этих стандартов.

Гармонизация. Помимо этой работы над инициативами по распространению данных статистическое сообщество содействовало интеграции макроэкономических баз данных. В 1993 году такие концепции, как резидентная принадлежность (то есть определение того, кто является резидентом), экономические сектора, инструменты, учет по методу начисления и методы стоимостной оценки, были приведены в соответствие с основными статистическими системами, такими как «Система национальных счетов» (СНС) и «Руководство по платежному балансу» (РПБ). Были гармонизированы также связанные с ними руководства по денежно-кредитной и финансовой статистике и статистике государственных финансов. Эта работа

продолжалась, и в 2008 году международное статистическое сообщество завершило обновление СНС и РПБ, предпринятое для сохранения актуальности экономической статистики в условиях усиления глобализации.

Помогая оценивать уязвимость

Значительная часть работы МВФ в области уязвимости направлена на обеспечение качества и прозрачности данных. Своевременные и детализированные данные о международных резервах, внешнем долге и потоках капитала улучшают возможности для выявления уязвимых мест, предоставляя директивным органам достаточно времени для принятия коррективных мер.

Основные показатели уязвимости охватывают сектор государственного управления, финансовый сектор, сектор домашних хозяйств и корпоративный сектор. Когда экономика находится под стрессом, проблемы одного сектора часто распространяются на другие сектора. Например, обеспокоенность относительно бюджетного дефицита страны может привести к спекулятивной атаке на валютный курс или подорвать доверие к банкам-держателям государственных долговых обязательств и тем самым вызвать банковский кризис.

Инициативы в области распространения данных, в сочетании с созданием согласованной системы экономической статистики, способствовали разработке соответствующей статистики, которая является своевременной и сопоставимой как внутри стран, так и между странами. Статистический департамент МВФ предоставляет комплексные экономические и финансовые данные в своем ежемесячном издании *International Financial Statistics* («Международная финансовая статистика») и других публикациях. В действительности эти комплекты данных отчасти подавали предупреждающие сигналы до того, как начал разворачиваться текущий кризис; например, отражая резкое повышение отношения трансграничных активов и обязательств к ВВП в промышленно развитых странах, а также, в более широком плане, глобальные трансграничные дисбалансы.

Балансовый метод

Балансовый метод (БМ) сосредоточивает внимание на шоках активов и обязательств, которые могут вызвать крупные корректировки потоков капитала. Как следствие, такой подход может служить полезным дополнением к традиционному анализу потоков. МВФ разработал БМ для анализа уязвимости долга. БМ обеспечивает информацию о несоответствиях валютной структуры и структуры сроков погашения финансовых активов и обязательств по каждому сектору при помощи межсекторной балансовой матрицы, показывающей сектора-контрагенты, к которым данный сектор имеет требование или перед которыми данный сектор имеет обязательство.

По существу, БМ дезагрегирует финансовый баланс в национальных счетах страны и является способом представления запасов, соответствующим данным об операциях с потоками средств. Несмотря на ограниченность данных, этот анализ межсекторных связей может обеспечить полезную информацию, служа в качестве диагностического инструмента для обнаружения потенциальных уязвимых мест. В матрицы БМ включаются, прежде всего, денежно-кредитные данные, представляемые в стандартизированных формах отчетности (СФО) МВФ, введенных в 2004 году. К настоящему моменту более 100 стран приняли СФО, и представляемые данные публикуются в издании *Monetary and Financial Statistics Supplement* («Приложение по денежно-кредитной и финансовой статистике»), дополняющем ежемесячное издание МВФ *International Financial Statistics* («Международная финансовая статистика»).

Прогресс в представлении данных, достигнутый с середины 1990-х годов, обеспечил возможность для существенного улучшения анализа уязвимости в странах с формирующимся рынком. Страны с формирующимся рынком, экономический рост которых часто существенно зависит от внешнего заимствования и других притоков капитала, особенно уязвимы к резким изменениям настроений инвесторов. Поэтому МВФ в своей работе по оценке уязвимости уделял особое внимание этой группе стран.

Но, как подчеркивают недавние финансовые потрясения, кризисы могут проявляться в странах, находящихся на различных стадиях развития. Проводится работа по укреплению основы для анализа финансовой уязвимости в странах с развитой экономикой.

Отслеживание трансграничных связей

Скорость, с которой текущий кризис распространился по странам, подчеркнул взаимозависимость глобальной экономики. Для поддержки анализа таких глобальных связей МВФ изучает уязвимость долга, используя балансовый метод (см. вставку). Он также следит за целым рядом других позиций по активам и обязательствам между странами при помощи так называемых «двусторонних» баз данных, составляемых на основе стран-партнеров в двусторонних отношениях.

Торговля. Что касается статистики торговли товарами, МВФ уже в течение долгого времени публикует издание «Статистика географической структуры торговли» с квартальной и годовой периодичностью.

Финансовый счет. В отношении финансового счета Банк международных расчетов (БМР), начиная с 1960-х годов, собирает международную банковскую статистику, содержащую информацию по странам-партнерам в двусторонних отношениях, в первую очередь по принципу местонахождения (резидентной принадлежности), а затем, кроме того, на консолидированной основе для банков в крупных банковских центрах.

Инвестиции. МВФ публикует данные о позициях по портфельным инвестициям стран-партнеров в двусторонних отношениях на годовой основе с 2001 года посредством Координированных обследований портфельных инвестиций (КОПИ). Намечено провести Координированное обследование прямых инвестиций (КОПри), содержащее данные о двусторонних позициях; в качестве базовой даты измерений будет использован конец 2009 года.

С введением КОПри будет создана основа для построения двусторонних баз данных по большинству компонентов международной инвестиционной позиции конкретной страны (МИП). Через Совместный центр по вопросам внешнего долга БМР, Организация экономического сотрудничества и развития, МВФ и Всемирный банк разрабатывают комплекты таких данных и повышают доступность статистики внешнего долга.

Мониторинг шоков

Наряду с балансовым подходом, двусторонние комплекты данных являются потенциально мощным средством для изучения механизма передачи шоков между странами. Это подчеркивалось в одной из недавних работ (Pedro Rodriguez, 2008), в которой иллюстрировался обратный характер зависимости между изменениями счета текущих операций и подверженностью рискам, связанным с финансовыми активами США, с использованием данных МИП и КОПИ.

Задачей балансового подхода и проектов по разработке двусторонних комплектов данных заключается в увеличении охвата, частоты и/или своевременности соответствующих комплектов данных. Кроме того, МВФ разработал показатели для измерения надежности банков и развития рынков ценных бумаг.

Надежность банков. Разработав методологию и проведя пилотный сбор данных ранее в течение этого десятилетия, Статистический департамент МВФ приступает к регулярному сбору и распространению данных о показателях текущего финансового состояния и надежности финансовых организаций, а также, в меньшей степени, секторов их клиентов. Эти показатели известны под названием показателей финансовой устойчивости (ПФУ). ПФУ отражают глобальные операции банковских групп, находящихся в стране, и составляются в тщательном соответствии со стандартами надзора и международного бухгалтерского учета. Включаются также показатели ликвидности и рынка недвижимости. Ожидается, что примерно 50 государств-членов МВФ начнут представлять такие данные во втором квартале 2009 года.

Отсутствие регулярного и единообразного представления отчетности о ПФУ по банковскому сектору было явным пробелом, наряду с неполной информацией о других финансовых организациях.

Рынки ценных бумаг. Наконец, значение определения размера и ключевых сегментов рынков ценных бумаг, особенно в странах с формирующимся рынком, было выделено в 2007 году министрами финансов стран Группы восьми и привело к подготовке «Руководства по статистике ценных бумаг» — важной инициативе Рабочей группы по базам данных о ценных бумагах, возглавляемой МВФ (и включающей БМР, Европейский центральный банк и Всемирный банк). В этом руководстве внимание будет уделяться прежде всего статистике эмиссии ценных бумаг; ожидается, что его подготовка будет завершена в первой половине 2009 года.

Кризис ставит новые задачи

Итак, какие же новые области требуют внимания? Хотя текущий глобальный экономический кризис указывает на необходимость активизировать уже осуществляемые инициативы, недавние события также ставят перед специалистами по экономической статистике дальнейшие задачи, связанные с разработкой новых инициатив, в частности, в четырех ключевых областях.

Балансовые данные по секторам. Необходимо повысить доступность данных об активах и обязательствах секторов небанковских финансовых организаций, нефинансовых корпораций и домашних хозяйств. Кризис подчеркнул необходимость отражения в учете деятельности в тех сегментах финансового сектора, в которых представление данных не является прочно устоявшейся практикой и в которых могут образоваться значительные риски. У нефинансовых фирм возникли непредвиденные уязвимые места, связанные, например, с рисками по производным финансовым инструментам и валютными рисками. Жилищные активы на балансах домашних хозяйств и влияние цен на жилье на чистую стоимость активов домашних хозяйств имели прямое отношение к текущему кризису, несмотря на прогресс в ряде стран.

В государственном секторе (включая центральные банки) издержки, связанные с вмешательством в экономику в ответ на кризис, должны надлежащим и прозрачным образом отражаться в учете и представляться как на чистой, так и на валовой основе. Надежная основа учета (соответствующая принципам учета в финансовом секторе, сопоставимым с «Руководством по статистике государственных финансов» (РСГФ 2001 года) МВФ представляет собой один из ключевых элементов. МВФ отслеживает масштабы государственных вмешательств, объявленных странами, и рекомендует более широко использовать основу РСГФ.

Система передачи конечного риска/кредитного риска. Кризис подчеркнул трудности, связанные с анализом распространения и передачи рисков и определением размеров принятых долговых обязательств. К числу проблем относят-

ся учет деятельности структур особого назначения и оценка передачи риска через такие инструменты, как свопы кредитного дефолта и производные финансовые инструменты. Кроме того, структурированные продукты, такие как облигации, обеспеченные долговыми обязательствами, и ценные бумаги, обеспеченные активами, скрывают местонахождение рисков в системе.

В Статистическом департаменте проводится работа, касающаяся отражения в учете внебалансовых статей по финансовым корпорациям, но существует необходимость расширить имеющийся опыт в целях разработки содержательной основы для проведения такой работы.

Данные для мониторинга изменений на рынках жилья. Изменения цен на жилье и соответствующие изменения рынка и их влияние на экономическое поведение домашних хозяйств и финансовых организаций играли центральную роль в последних экономических тенденциях во многих странах. Хотя по некоторым странам имеется обширная информация, такая ситуация не является всеобщей, несмотря на растущее значение этого рынка во многих странах.

Доля заемных средств и ликвидность. Высокий уровень заемных средств (отношение активов к капиталу), который сложился в экономической системе, и разрыв связи между трансграничной финансовой деятельностью и реальным сектором в промышленно развитых странах (Lane and Milesi-Ferretti, 2006) являются еще одной характерной чертой последнего кризиса.

Кризис также подчеркнул риск, связанный с нехваткой ликвидности. В рамках экономической статистики первоначальный срок погашения всегда был предпочтительной мерой срока погашения, но, учитывая проблемы, с которыми столкнулись многие организации при внезапном прекращении потоков капитала, необходимо уделять более пристальное внимание показателям остаточных сроков погашения, которые позволяют более четко определить риск пролонгации кредитов.

Заполнение пробелов

Отсутствие адекватных данных директивным органам приходится действовать без точных ориентиров. Но для устранения пробелов необходимы долгосрочные обязательства и международное сотрудничество.

Происходящий в настоящее время кризис подчеркивает значение выхода за пределы традиционных подходов к составлению статистики для получения (при помощи более инновационных методов) комплекта своевременных показателей по реальной и финансовой сфере с более высокой периодичностью, в частности, для поддержки усилий в создании систем раннего предупреждения и увеличения числа международных инициатив, призванных укрепить статистические базы данных и заполнить пробелы в данных.

МВФ работает над этим по двум направлениям. Своими собственными силами он разрабатывает, осуществляя проект «Канал передачи данных» (Data Link), комплект своевременных показателей с высокой периодичностью по системно значимым странам. На международном уровне МВФ возглавляет межучрежденческую группу по экономической и финансовой статистике, включающую другие многосторонние организации. Эта группа намерена создать глобальный веб-сайт экономических и финансовых показателей (изначально по ряду системно значимых стран) и устранить ряд пробелов и недостатков в данных на скоординированной основе. ■

Адельхейд Бюрги-Шмельц — директор Статистического департамента МВФ. Помощь в подготовке этой статьи оказали Роберт Хит и Армида Сан-Хосе из Статистического департамента МВФ.

Перекройка границ

Переосмысление роли государства и рынков

Роджер Бутл

ПОТРЯСЕНИЯ должны быть привычными для экономистов. Когда пала Берлинская стена, мало что было известно о том, как перейти от тоталитарного государства с централизованным планированием экономики к демократическому обществу с рыночной экономикой. В последующие годы был разработан совершенно новый аспект этой темы и сделаны многие блестящие карьеры.

Сейчас нынешние потрясения на финансовых рынках требуют аналогичного изобретения. Это не значит, что многие люди на Западе, и, будем надеяться, немногие экономисты, захотят перейти к централизованному планированию и масштабной государственной собственности на предприятия, но границы между государством и рынками теперь вновь оказались в «плавильном котле».

В каком-то смысле, это — не новинка. Но именно поэтому это вызывает еще большую тревогу. События 1930-х годов привели к революции в экономической теории, но еще до этого они ознаменовали начало периода политической революции, которая привела к невыразимым человеческим страданиям.

Извлеченные уроки

Невозможно дать краткое резюме уроков 1930-х годов, которым все были бы довольны. Я все же попробую изложить квинтэссенцию. Во-первых, **экономика стран может увязнуть в состоянии депрессии**, из которого не могут вырваться отдельные субъекты, будь то люди или компании. Государство является единственным агентом в обществе, способным действовать в коллективных интересах в достаточном масштабе. Кроме того, оно обязано сначала постараться предотвратить депрессию, а затем, если депрессия наступит, вывести нас из этого состояния.

Во-вторых, **финансовым рынкам присущ особый характер**. Из-за сильнейшей неопределенности и длительных временных горизонтов эти рынки подвержены резким колебаниям настроений и стадному поведению.

Учитывая значение финансовых рынков для реальной экономической активности, их нельзя оставить на произвол судьбы. Им нужны вмешательство, управление, регулирование и ограничения.

Революция и контрреволюция

Эта кейнсианская точка зрения на макросвязи между рынками и правительством господствовала в большинстве западных стран после войны и до 1980-х годов. Затем ее «свергла» контрреволюция. В мире интеллектуалов движущей силой стал Милтон Фридман, который пламенно утверждал, что рынки рациональны и эффективны. Правительства же, напротив, по его словам, были неэффективными и иррациональными. Более того, они даже не всегда действовали в интересах общества, поскольку могли страдать от коррупции или захвата интересами групп.

Возможно, что наиболее ярким выражением этой новой точки зрения было опровержение Фридманом кейнсианского объяснения Великой депрессии. Кейнс считал, что Великая депрессия выявила слабое место капитализма. депрессия произошла в результате краха доверия инвесторов, взаимодействовавшего с особенностями денежной экономики.

Объяснение Фридмана? Провал экономической политики. Федеральная резервная система совершила многочисленные ошибки, наиболее важной из которых было то, что она допустила сокращение денежной массы. Без этого произошел бы только обычный экономический спад, но не депрессия, не говоря уже о Великой депрессии.

Философия Фридмана нашла практическое применение в политике президента США Рональда Рейгана и премьер-министра Великобритании Маргарет Тэтчер, которые, по всей видимости, просто отвергли все послевоенное урегулирование. Надлежащий контроль за деньгами, признанный частью общественной сферы (несмотря на то, что некоторые блюстители свободного рынка

сомнились и в этом), должен обеспечивать стабильность на макроуровне; конкуренция, дерегулирование, приватизация и низкие налоги обеспечивают эффективность на микроуровне.

В свете финансового краха 2007–2009 годов столь многие из простых для фанатиков свободного рынка истин сегодня кажутся наивным абсурдом. Возможно, что Кейнсу придавалось чрезмерно большое значение, а затем оказалось, что он не был лишен недостатков. Но это теперь, очевидно, справедливо и в случае Фридмана.

Правильное понимание Кейнса

Что говорят нам последние события о рынках и роли правительства? Я считаю, что они подтверждают уроки, извлеченные из опыта 1930-х годов первыми последователями Кейнса. Самый важный заключается в том, что финансовые рынки — это особый случай. Оставить их без присмотра можно только с опасностью для себя. Политика правительства должна быть направлена на предотвращение крайностей, а также стабилизацию финансовой системы и экономики.

Серьезную проблему для капитализма создает поведение управляющих корпорациями, что было хорошо известно почти с самого начала капиталистической системы. Теория капитализма сводится к тому, что эгоистичное поведение приносит общее благо. Тем не менее, в целом компаниями управляют не их владельцы, а работающие по найму менеджеры, располагающие огромной повседневной властью. Это называется в литературе «агентской проблемой». В банковской деятельности, хотя оплата труда не является основной причиной кризиса, чрезвычайные уровни и структура вознаграждения играют ключевую вспомогательную роль, поощряя принятие риска, подорвавшее стабильность системы.

Деятельность правительства следует не расширять, а совершенствовать

Но этот кризис является не только сбоем рыночной системы. Сбой деятельности правительства также сыграл важную роль. В конце концов, если вы согласны с тем, что правительство должно отвечать за оказание поддержки экономической системе в борьбе с депрессией, в том числе посредством массивной бюджетной экспансии, следует ожидать от правительства и развития и поддержания возможностей для этого.

Это же означает наличие доступа к значительным финансовым ресурсам. Тревожит зрелище того, что многие западные правительства неохотно оказывают такую поддержку в массовом масштабе, поскольку опасаются достичь точки, в которой рынки начнут опасаться суверенного дефолта. Причина же этого заключается в том, что сами правительства в прошлом расточительно прибегали к заимствованию в таком объеме и допустили повышение отношения долга к ВВП до столь высокого уровня. По иронии судьбы, готовность государства сыграть важную роль в качестве защитника от депрессии, требует, чтобы государство в обычных условиях сводило к минимуму потребности в деньгах на рынке и поддерживало отношение долга к ВВП на низком уровне. Почти во всех западных странах оно явно с этим не справилось.

Кроме того, при всех требованиях о расширении регулирования, давайте признаем, что рынки на самом деле регулировались в значительной степени. Вот только регулировались они при этом плохо. Ответом на этот кризис будет не расширение регулирования, а его совершенствование.

Более того, дело не столько в микрорегулировании, сколько в надзоре на макроуровне. Сбой произошел не в регулировании конкретного рынка, а скорее в управлении эконо-

микой в целом — чрезмерная зависимость от кредита; допущение и даже принятие вздутых цен на жилье, а в случае нескольких стран, в том числе Соединенных Штатов, Великобритании, Испании и значительной части Восточной Европы, чрезмерная зависимость от иностранного капитала, позволявшая этим странам иметь огромные дефициты по счету текущих операций.

Кто же должен нести ответственность за такое макроуправление? Конечно же, не частный сектор. Речь идет о неспособности правительства — казначейств и центральных банков, которые обманывали себя, а также других, и наслаждались славой иллюзорного процветания, которое было построено на песке.

Не исправлять то, что не ломалось

Главная опасность всего этого заключается в том, что теперь мы выплеснем ребенка с водой. За пределами мира финансирования этот кризис не выявил каких-либо широко распространившихся провалов капитализма, хотя в результате капитализм оказался в кризисе. В экономике большинства западных стран обычное занятие производством товаров и услуг и их распределением осуществлялось хорошо.

«Сбой произошел не в регулировании конкретного рынка, а скорее в управлении экономикой в целом».

Единственным уроком для той части экономики, извлеченным из этих событий, является значение агентской проблемы. Сдерживание алчных управляющих и обеспечение поведения компаний в соответствии с интересами своих акционеров, не говоря уже об интересах общества в целом — непростая задача. А теперь, когда целый ряд управляющих проявил не только свою алчность, но и некомпетентность, последние события угрожают общественной поддержке самого капитализма.

Великая опасность, которой я боюсь, заключается в том, что чувство отвращения и разочарования после событий 2007–2009 годов вызовет широко распространенное разочарование в рынках вообще, как раз тогда, когда они в большей степени нужны для того, что у них хорошо получается, — стимулирования, сигнализации и поощрения к оптимальному использованию дефицитных ресурсов, и особенно в настоящее время в области охраны окружающей среды, изменения климата и использования дорог.

Нам нужно наладить финансовые рынки, а это означает, в разных смыслах, усиление роли правительства. Но нам не надо расширять правительство. А также, за исключением полномочий руководителей корпораций, мы не должны налаживать рыночную экономику в целом. ■

Роджер Бутл — директор-распорядитель лондонской консалтинговой фирмы Capital Economics. Его новая книга "The Trouble with Markets", опубликованная Николасом Брилли, должна выйти в сентябре 2009 года.

Что будет дальше

Брэд Сетсер

Решения стран, а не международные саммиты приведут к перестройке глобальной финансовой системы

ПОСЛЕ финансового кризиса в Азии ведущие экономические державы предприняли существенные усилия с целью перестроить международную финансовую систему. Десять лет спустя они решили попробовать еще раз. Усилия, предпринятые в 1998 году для пересмотра мировой «финансовой архитектуры», последовали за кризисом, который начался с корректировки дефицита по внешним счетам стран с формирующимся рынком — дефицита, который в течение определенного времени охотно финансировался банками и частными инвесторами богатых стран мира. Второе усилие последует за системным финансовым кризисом, который начался в Соединенных Штатах, распространился на европейские банки, заимствовавшие доллары для покупки ценных бумаг США, и затем поразил большую часть мировой экономики.

Текущий кризис был спровоцирован падением цен на жилье в США, которое привело к большим потерям крупных банков и брокеро-дилеров. Однако дефицит домашних хозяйств США, Соединенного Королевства и стран зоны евро не мог финансироваться столь долго и под столь низкие процентные ставки без беспрецедентного роста активов центральных банков и фондов национального благосостояния стран с формирующимся рынком. Частные инвесторы никогда особо не горели желанием финансировать крупный дефицит медленно растущих Соединенных Штатов; они хотели финансировать быстро растущие страны с формирующимся рынком.

Усилия, предпринятые в 1998–1999 годах, так никогда и не оправдали своего названия: под «архитектурой» понимается создание новых или, по крайней мере, реконструкция существующих институтов международного экономического и финансового сотрудничества. Очевидно, что этого не произошло. Взамен этого был выработан набор рекомендаций, призванных помочь странам с формирующимся рынком уменьшить свою уязвимость в случае внезапных изменений в потоках капитала, — наряду с новыми положениями о «реструктуризации» для международных суверенных облигаций, регулируемых нью-йоркскими законами, и новыми кредитными механизмами МВФ в помощь странам, стоя-

щим перед лицом кризисов, вызванных внезапными изменениями в потоках капитала.

В то же время глобальная финансовая система, сформировавшаяся в результате последнего кризиса, коренным образом отличалась от финансовой системы, которая существовала до него. Мир, в котором беспрецедентный рост иностранных активов центральных банков стран с формирующимся рынком позволяет финансировать крупный дефицит по счету текущих операций США под низкие процентные ставки, является не тем же самым миром, в котором частные инвесторы в Соединенных Штатах финансируют дефицит в странах с формирующимся рынком. Ни МВФ, ни Группа семи настолько не изменились. Но мир вокруг них изменился.

Решения, решения

Наиболее важный урок прошлого заключается в том, что международная финансовая система в большей степени определяется решениями, которые принимают ключевые страны во время кризиса и после него, чем тщательно выбранными формулировками коммюнике. Архитектура ответных мер на «кризисы по счетам операций с капиталом» сформировалась в результате решения США предоставить крупные суммы средств Мексике, когда в 1995 году она не могла перефинансировать свои облигации, выраженные в долларах, последующего решения МВФ взять на себя ведущую роль в обеспечении крупномасштабного финансирования во время азиатского кризиса и условий, на которых МВФ предоставлял свои кредиты странам Азии. Кельнское коммюнике Группы семи, в котором напрямую была принята попытка изложить видение финансовой архитектуры Группой семи, не определило валютный режим мира. Он сформировался под влиянием краха режима валютного управления в Аргентине, успеха режима управляемого плавающего курса в Бразилии, устойчивости режимов валютного управления во многих странах Восточной Европы, сохранения привязки к доллару в странах Персидского залива и, в наибольшей степени, решения Китая сохранить свою привязку к доллару даже после того, как он начал обесцениваться в 2002 году. Режим регулирования был в такой же степени определен как решением не



Вкладчики в очереди за дверями банка в Соединенном Королевстве, который запросил о чрезвычайном финансировании от центрального банка.

ограничивать теневую финансовую систему, — во многом нерегулируемые или слабо регулируемые учреждения, которые начали играть в экономике почти такую же роль, что и банки, — так и работой Форума финансовой стабильности.

Стоит вспомнить три дополнительных урока из дискуссии 1998 года по вопросу об архитектуре, а также последующих дискуссий по глобальной системе предотвращения и управления международными финансовыми кризисами.

Собрать нужную группу стран за столом переговоров — еще не гарантия результата. Реальные изменения происходят, когда среди соответствующих стран складывается широкий консенсус относительно характера необходимых реформ. Наиболее очевидным примером служит то, что страны с развитой экономикой и страны с формирующимся рынком согласились с тем, что страны с формирующимся рынком могут снизить свою уязвимость в случае кризисов путем увеличения своих резервов и замены задолженности в иностранных валютах задолженностью в национальной валюте. Оказалось, что правительства большинства стран с формирующимся рынком могут значительно ши-

ре финансировать свои потребности с помощью долговых инструментов, выраженных в их собственных валютах, нежели это ожидалось многими 10 лет назад, чему способствовало усиление мнений, что валюты большинства стран с формирующимся рынком недооценены. Не следует сомневаться в значении этого изменения. Мир, в котором правительство России вступает в глобальный спад, имея резервы в иностранной валюте на 10 млрд долл. США и долги в иностранной валюте на 140 млрд долл. США, существенно отличается от мира, в котором правительство России вступает в фазу спада в экономическом цикле, имея резервы в 600 млрд долл. США и долги в иностранной валюте в размере только 35 млрд долл. США. Текущая уязвимость России реальна, но она проистекает не из баланса внешних активов и обязательств правительства. Балансы активов и обязательств правительств других крупных стран с формирующимся рынком, например Бразилии, также совсем не похожи на их балансы в 1998 году.

В других областях достижения реального консенсуса оказалось более сложным. Собрать нужные страны вокруг стола переговоров редко было основной проблемой. Наибольшей трудностью было то, что ключевые страны не могли прийти к согласию и не видели потребности в согласии в отсутствие давления кризиса. Например, можно утверждать, что Группа семи была правильным форумом для обсуждений, когда МВФ должен был предоставить крупные кредиты странам с формирующимся рынком. Однако Группа семи не желала отказаться от механизма, при котором странам, которым грозит бегство от их валюты, или которые не способны пролонгировать свою внешнюю задолженность с истекающим сроком до погашения, предоставляется крупное финансирование с концентрацией процентных платежей на начальном этапе, как она не желала признать, что старые лимиты доступа к ресурсам МВФ более не являются нормой для крупных стран с формирующимся рынком.

Реальные расхождения по вопросу о том, насколько желательно продолжать позволять странам с формирующимся рынком занимать крупные суммы резервов для управления сильными колебаниями в потоках капитала, были закамуфлированы; трудные решения были оставлены до следующего кризиса.

Группа семи предприняла усилие для расширения обсуждения валютных режимов, с тем чтобы включить в него страны с формирующимся рынком: даже в 1990-х годах было очевидно, что мировая экономика не может быть уменьшена до Соединенных Штатов, Западной Европы и Японии. Однако расширение диалога и включение в него стран с формирующимся рынком — посредством таких форумов, как Группа 22, а затем Группа 20 — не обеспечило согласованности мировых валютных режимов. Доллар колебался относительно евро и — в течение большей части времени — иены. Фунт стерлингов и канадский доллар плавали относительно валют их более крупных соседей. Однако огромное ускорение темпов роста резервов стран с формирующимся рынком начиная с 2002 года подрывало все представления о том, что валютно-финансовая система определяется независимыми, проводящими поли-

тику таргетирования инфляции центральными банками, которые позволяют курсам своих валют плавать относительно друг друга, чтобы сохранить свою денежно-кредитную автономию.

Не следует игнорировать трудные проблемы... Одним из ключевых факторов давления на резервы в иностранной валюте крупных стран с формирующимся рынком в ходе кризиса 1997–1998 годов было сокращение трансграничного банковского кредитования. Только в случае кризиса в Аргентине серьезную проблему для платежного баланса страны создали платежи по международным суверенным облигациям, но даже в Аргентине бегство от отечественных банков создало большую проблему оттока капитала. Тем не менее наиболее оживленные дискуссии, последовавшие за этими кризисами, были сосредоточены на устранении правовых препятствий реструктуризации международных суверенных облигаций. Вопросы ограничения оттока средств, связанного с краткосрочным банковским кредитованием — или, если на то пошло, мониторинга рисков, связанных с сильным расширением банковского кредитования стран с формирующимся рынком, — не удосужились такого же внимания.

Но должны были. Разработчики политики предполагали, что страны с формирующимся рынком будут финансировать себя путем продажи обращающихся ценных бумаг, а не прямого заимствования средств в банках во всем мире. Однако в конце второго квартала 2008 года трансграничное банковское кредитование стран с формирующимся рынком (в основном частных банков и фирм) достигло 1,2 трлн долл. США, что несомненно превышает сумму непогашенных международных суверенных облигаций. Наступление сроков погашения трансграничных банковских открытых позиций окажется более важным фактором давления на страны с формирующимся рынком в ходе текущего кризиса, нежели наступающие сроки погашения международных суверенных облигаций. Игнорирование трудной проблемы не обязательно означает, что она исчезнет.

... и следует также перепроверять свои допущения. Всегда проще отметить возобновление старых факторов уязвимости, чем представить себе новые риски. Поразительно то, что в рамках дискуссий по вопросу об «архитектуре» внимание почти полностью было сосредоточено на риске того, что финансовый кризис в отдельно взятой стране с формирующимся рынком может распространиться на другие страны с формирующимся рынком и затем на глобальную экономику. Риск того, что финансовые трудности в стране с развитой экономикой могут оказаться значительно более дестабилизирующими для стран с формирующимся рынком, чем финансовые трудности в другой стране с формирующимся рынком, никогда серьезно не рассматривался.

Группа семи требовала от МВФ более тщательно следить за факторами уязвимости, связанными с балансами активов и обязательств, а не только бюджетной ситуацией стран с формирующимся рынком. Никаких сопоставимых усилий не предпринималось для того, чтобы оценить, насколько финансовые сектора США и Европы могут быть подвержены чрезмерному фактическому риску со стороны жилищного сектора. Тем не менее в жалобах стран с формирующимся рынком на процедурную несправедливость надзора со стороны МВФ был упущен еще более важный момент: мало свидетельств того, что более интенсивный надзор со стороны МВФ что-либо изменил. В 2007 году МВФ расхваливал «высоко инновационную» роль финансовых рынков США в «поддержании притока капитала», утверждая, что достижения США в создании сложных финансовых продуктов помогли мобилизовать средства, необходимые для поддержания крупного внешнего дефицита США. В его докладе о консультациях в соответствии со Статьей IV отмечалось, что «основные коммерческие и инвестиционные банки находятся в прочном финансовом положении, а системные риски остаются низкими», хотя он и признал, что «финансовые инновации усложнили оценку риска, в то время как в некото-



Давка в очереди за продовольствием в Джакарте (Индонезия) во время азиатского финансового кризиса.

рых секторах принимаются более высокие риски и ухудшаются стандарты кредитования». Все мы делаем ошибки, но это не было и предупреждением о нарастании рисков в стиле Рубина.

Оглядываясь назад, удивляешься, сколько ключевых вопросов оказалось за рамками обсуждений архитектуры в последние годы. Обсуждались способы помочь странам с формирующимся рынком справиться с волатильными потоками капитала, но не способы помочь справиться с волатильными ценами на биржевые товары. Обсуждались методы реструктуризации суверенных облигаций, но не трудности реструктуризации ценных бумаг, обеспеченных ипотекой или ипотек, выраженных в иностранной валюте. Бесконечно обсуждалась необходимость ограничения кредитования МВФ стран с формирующимся рынком, но были проигнорированы риски чрезмерного самострахования. И, конечно, не было никакого обсуждения того, как странам с развитой экономикой следует управлять рисками, связанными с растущим спросом на их долговые инструменты со стороны стран с формирующимся рынком, пытающихся увеличить свои запасы резервных активов, включая риск того, что стремление стран с формирующимся рынком к накоплению резервов может вызвать нарушения на финансовых рынках стран с развитой экономикой и скрыть воздействие крупного бюджетного дефицита и дефицита домашних хозяйств.

Обнадеживающие признаки

Увенчаются ли успехом текущие усилия перестроить международную финансовую систему?

Текущий кризис все еще находится на ранних этапах. Прошлый опыт подсказывает, что решения стран, часто принимаемые в чрезвычайно напряженной ситуации, в большей степени определяют будущую мировую финансовую систему, чем международные саммиты.

Однако по-прежнему важно попытаться достичь глобального консенсуса в отношении характера изменений, которые необходимы в международной финансовой системе. Некоторые признаки являются обнадеживающими. Ключевые страны с формирующимся рынком были по-новому приглашены к участию за столом переговоров. Группа семи продолжает существовать, но похоже, что большим вниманием будет пользоваться ежегодный саммит Группы 20, нежели годовая летняя встреча Группы семи.

Сам по себе кризис уже изменил архитектуру финансовых систем США, Соединенного Королевства и стран Европы: правительства играют значительно большую роль в финансовом посредничестве, чем в прошлом. Кроме того, почти не вызывает сомнений то, что произойдут существенные изменения в структуре регулирования.

Если учреждения, которые являются «слишком большими, чтобы потерпеть неудачу», не будут разукрупнены, будет ошибкой полагать, что кредитные рынки смогут призвать их к дис-

циpline. В краткосрочной перспективе ограничение текущего кризиса должно иметь приоритет перед предотвращением следующего кризиса, и в настоящее время было бы пагубным требовать, чтобы учреждения удерживали большой капитал. Слишком крупное заимствование в целях инвестирования сменилось слишком быстрым сокращением доли заемных средств. Тем не менее, со временем крупные учреждения должны будут удерживать большие запасы капитала и ликвидности.

Страны со зрелой экономикой должны будут проделать эту работу самостоятельно. Однако страны с формирующимся рынком должны настоять на том, чтобы они проделали ее хорошо. Заинтересованность стран с формирующимся рынком в эффективном регулировании учреждений, образующих основу глобальной финансовой системы, очевидна: крах Lehman Brothers вызвал значительно больший кризис финансирования для многих стран с формирующимся рынком, чем дефолт России.

Менее обнадеживающие признаки

Чтобы создать более прочную основу глобального экономического роста, требуется не только более эффективное регулирование. Особо выделяются три дополнительных аспекта:

- координация макроэкономического стимулирования;
- эволюция мирового валютного режима; и
- укрепление глобальных институтов кризисного кредитования.

И по каждой из этих областей еще не ясно, существует ли реальный консенсус относительно необходимых изменений.

На пике жилищного бума в Соединенных Штатах и Европе крупный дефицит в секторе домашних хозяйств некоторых ключевых стран со зрелой экономикой нивелировал профицит стран с формирующимся рынком. Но этот бум мог продолжаться только до тех пор, пока сектор домашних хозяйств, уже имевший высокий долг, продолжал брать займы. Когда домашние хозяйства выбились из сил, правительствам пришлось выступить с крупными пакетами стимулирования. Однако, как неустанно отмечает Мартин Вульф из *Financial Times*, существует риск того, что сверхзадолжавшие домашние хозяйства приведут напрямую к сверхзадолженности правительств.

Очевиден вывод, что страны с большим и крупным дефицитом не должны нести на себе все бремя поддержки глобального экономического роста. Страны с большим профицитом должны также внести свой вклад, а не только полагаться на вторичные эффекты от крупных пакетов стимулирования в странах с дефицитом. В противном случае следующий системный кризис вполне может быть вызван потерей доверия к балансу активов и обязательств страны с развитой экономикой, имеющей крупный внешний дефицит.

Второй аспект, касающийся обменных курсов, не был даже упомянут в коммюнике, выпущенном после первой встречи лидеров Группы 20. Это не вдохновляет; это указывает на нежелание обсуждать ключевые вопросы, стоящие перед мировой экономикой. Решение ФРС понизить процентные ставки в США после кризиса на рынке акций интернет-компаний могло бы привести к слабому доллару и росту экспорта, а не росту инвестиций в жилье. Но ключевые страны проследовали вниз за долларом, ограничив его общее обесценивание. Конечным результатом совместного обесценивания доллара и юаня относительно евро стало увеличение торгового профицита Китая и расширение его финансирования Соединенных Штатов, а не уменьшение торгового дефицита США. Органы регулирования в США смотрели в противоположную сторону, в то время как домашние хозяйства брали крупные займы, а ключевые финансовые учреждения наращивали прибыль при падении доходности, увеличивая долю заемных средств (то есть заимствуя средства, чтобы купить больше активов). Однако трудно представить себе, как могла бы столь долго нарастать уязвимость сектора домашних хозяйств Соединенных Штатов в отсутствие крупного притока средств из центральных банков других стран мира.

Интеграция крупных стран с формирующимся рынком в мировую экономику неизменно будет трудной, если их валютные режимы будут коренным образом отличаться от валютных режимов других больших стран мира, особенно если валюты стран с крупным внешним профицитом будут привязаны к валюте страны с самым большим внешним дефицитом. МВФ пришел к выводу, что уменьшение мировых дисбалансов, вероятно, подразумевает обесценивание валюты страны с дефицитом, и не ясно, должны ли также понизиться курсы валют стран с крупным профицитом. Также не очевидно то, что большинству экспортеров нефти следует сохранять привязку к доллару. Слишком часто курс доллара понижался, когда цена на нефть росла, и повышался, когда она падала.

Наконец, МВФ недостает ресурсов, чтобы стабилизировать глобальную финансовую систему или чтобы обеспечить достаточно большой пул общих резервов, который мог бы служить реальной альтернативой национальному самострахованию (или крупным двусторонним своповым линиям). Многие страны с формирующимся рынком, вероятно, придут к выводу, что для поддержания собственной финансовой стабильности перед лицом больших колебаний экспорта, цен на биржевые товары и потоков капитала потребуются почти невообразимо огромные резервы. Страны с формирующимся рынком, имеющие ВВП, измеряемый триллионом долларов США, и резервы в 200 млрд долл. США, сейчас не уверены, что находящиеся в распоряжении МВФ 200 млрд долл. США (350 млрд долл. США, если считать кредитные линии МВФ, в том числе новую кредитную линию от Японии) будут достаточны. Россия вошла в кризис, имея почти 600 млрд долл. США, и этого будет недостаточно, если ее резервы будут продолжать сокращаться на 100 млрд долл. США в квартал. Недавние колебания глобальных потоков капитала были особенно сильными: рекордный чистый (годовой) приток частного капитала в страны с формирующимся рынком превратился в крупный чистый отток всего за один квартал. Колебания цен на биржевые товары и соответствующих поступлений от экспорта были не менее сильными. Фонд с 200 млрд долл. США слишком мал, чтобы быть актуальным для любой крупной страны с формирующимся рынком.

Завтрашний мир

Текущий кризис сильно ударил по всем частям глобальной экономики. Страны, которые полагались на приток частного капитала для покрытия внешнего дефицита, страдают от внезапной остановки потоков капитала, сравнимой по своим масштабам с внезапной остановкой, ознаменовавшей кризис 1997–1998 годов. Страны с положительным сальдо счета текущих операций, которые не полагались на продолжающийся приток капитала, находятся не в лучшем положении: импортеры биржевых товаров страдают наравне с их экспортерами в разгар чрезвычайного сокращения глобальной торговли. Что-то, очевидно, идет не так, как надо. Необходимость в более прочной финансовой системе, менее склонной к финансированию чрезмерного дефицита в странах как со зрелой экономикой, так и с формирующимся рынком, а также менее подверженной внезапным изменениям потоков и острым кризисам, не вызывает сомнений.

Предугадать будущие риски трудно. Однако горький опыт последних нескольких месяцев должен побудить все страны усерднее стремиться к этому, а также тщательно подумать о том, какой бы они хотели видеть мировую экономику после текущего кризиса. Одно предложение: не следует полагаться на то, что крупный внешний дефицит Соединенных Штатов будет побуждать к росту спроса во всем мире, или на то, что только дефицит в США будет снабжать мир большим количеством резервных активов. Это не сработало. ■

Брэд Сетсер — младший научный сотрудник геоэкономики Совета по международным отношениям.

Все соглашаются с необходимостью реформы управления финансовыми рынками, но понимание того, кто чем будет заниматься, отсутствует



Запутанная паутина

Амар Баттачариа

ОХВАТИВШИЙ мир финансовый кризис резко высветил серьезные недостатки в том, как осуществляется управление современными глобальными финансовыми рынками. Начиная с 1970-х годов финансовые рынки мира, на которых доминировали учреждения стран со зрелой экономикой, росли в геометрической прогрессии — значительно быстрее, чем любые другие глобальные рынки.

Расширение этих рынков было вызвано взаимно усиливавшимися факторами сокращения государственного регулирования и финансовых инноваций. В быстром устойчивом расширении и поступательной интернационализации рынков центральную роль играли банки, однако рынки капитала и тенденция к секьюритизации также способствовали трансформации финансовой сферы.

С расширением этих рынков не росли — или точнее за ним не могли поспевать — учреж-

дения и структуры, осуществляющие надзор путем принятия и применения соответствующих нормативных актов. Между деятельностью рынков и масштабами регулирования образовалась зияющая пропасть, особенно в случае стран со зрелой экономикой.

Текущий финансовый кризис на горьком опыте продемонстрировал, как эти недостатки в регулировании причиняют ущерб глобальной экономике, и выявил необходимость глобальных подходов к регулированию глобальных рынков. Реформа финансового рынка, которая до 1990-х годов рассматривалась только в качестве одного из аспектов (причем в качестве скрытого аспекта) более широкой программы работы в области управления глобальной экономикой, в настоящее время повсеместно признается как центральный и неотложный глобальный приоритет. Несмотря на то, что существует множество предложений по проведению реформ, до

Штаб-квартира Банка международных расчетов в Базеле, Швейцария.

сих пор нет единого мнения в том, сколь широкая реформа требуется, кто чем будет заниматься и как будет координироваться и обеспечиваться международное сотрудничество.

Финансовые рынки быстро эволюционировали

До начала 1980-х годов в национальных финансовых системах доминировали банки, они достаточно жестко регулировались и имели ограниченные международные открытые позиции. Начиная со скромного выпуска еврооблигаций в это десятилетие, трансграничные финансовые потоки и связи начали быстро расширяться. И хотя кризисы задолженности 1980-х годов остановили интеграцию развивающихся стран, а финансовый кризис 1990-х годов причинил серьезный ущерб некоторым странам с формирующимся рынком, эти кризисы слабо повлияли на эволюцию и расширение глобальных финансовых рынков.

Под влиянием быстрого роста международных банковских операций глобальные финансовые рынки продолжали быстро расширяться, со всего 0,1 трлн долл. США в 1970 году до 6,3 трлн долл. США в 1990 году и уже 31,8 трлн долл. США в 2007 году. Это сопровождалось консолидацией международной банковской отрасли, ставшей результатом волны трансграничных слияний и поглощений. Банки вступили в области деятельности, которые ранее были прерогативой небанковских учреждений (такие как андеррайтинг, управление активами, инвестиционные банковские операции и заключение сделок от собственного имени), что привело к размыванию различий между банками и другими финансовыми учреждениями и появлению «теневой банковской» системы, в которой крупные сегменты банковской деятельности оказались вне поля регулирования. Кроме того, быстрый рост сложных секьюритизированных продуктов, таких как производные кредитные инструменты, привел к резкому увеличению соотношения между заемными и собственными средствами банков и маскировал за собой базовые риски. Рынок производных кредитных инструментов, который в 2001 году был незначительным, к 2007 году вырос приблизительно до 50 трлн долл. США.

Азиатский кризис подал сигналы тревоги

Азиатский кризис 1997–1998 годов вызвал к жизни ряд инициатив по реформированию архитектуры международной финан-

совой системы (см. вставку) и тем самым снизил вероятность будущих финансовых кризисов и трансграничных вторичных эффектов и уменьшил связанные с ними издержки.

Непосредственно после кризиса были учреждены рабочие группы (так называемые группы Уилларда), в которые были привлечены разработчики политики из 22 развитых стран и стран с формирующимся рынком, а также международные финансовые учреждения (МФУ) с целью определить приоритеты реформы в областях прозрачности, укрепления финансовых систем и урегулирования международных финансовых кризисов.

Впоследствии, в 1999 году, ведущие промышленно развитые страны Группы семи (G-7) попросили Ханса Титмайера, который был в то время управляющим Немецкого федерального банка, рассмотреть возможные варианты усиления институциональных механизмов глобальной координации. Титмайер представил доклад, в котором предлагалось создать один форум в составе министров финансов и управляющих центральных банков и один форум в составе разработчиков политики, органов регулирования, МФУ и ведущих органов, устанавливающих стандарты, и занимающихся вопросами регулирования и надзора. Эти рекомендации привели к созданию в том году двух институтов, которые в настоящее время находятся в центре внимания — *Группы двадцати* (G-20) промышленно развитых стран и стран с формирующимся рынком и *Форума финансовой стабильности* (ФФС), который связывает финансовые органы ведущих экономических держав с органами регулирования и МФУ.

С самого начала Группа двадцати служила важным форумом для диалога между развитыми странами и ведущими странами с формирующимся рынком по глобальным экономическим и финансовым вопросам, включая реформу международной финансовой архитектуры.

ФФС, поддерживаемый небольшим секретариатом в Банке международных расчетов (БМР), имел своей целью служить форумом для старших представителей национальных финансовых органов, МФУ и международных групп, действующих в областях регулирования и надзора, с тем чтобы они занимались вопросами системных рисков на финансовых рынках и способами их устранения. Его главными членами являются страны Группы семи, каждая из которых имеет по три

Паутина органов регулирования

Надзор за глобальными финансовыми рынками менялся со временем, отражая изменения на международных финансовых рынках, но разрыв между масштабами регулирования и деятельностью финансовых рынков продолжал расти. Созданный в 1930 году *Банк международных расчетов* (БМР) является центральным и старейшим форумом координации глобальных механизмов управления. Его 55 членами являются центральные банки стран с развитой экономикой и увеличивающееся число стран с формирующимся рынком.

Главной силой, стоящей за БМР, является *Группа десяти* (G-10), состоящая из министров финансов и управляющих центральных банков 10 стран с развитой экономикой. Группа десяти учредила важные комитеты, секретариаты которых базируются в БМР и которые играют ключевую роль в своих соответствующих областях. Базельский комитет по банковскому надзору служит органом, устанавливающим стандарты в области банковского надзора, Комитет по платежным и расчетным системам — в области платежей, клиринга, расчетов и соответствующих механизмов, а Комитет по глобальной финансовой системе — в области выявления и оценки потенциальных факторов стресса на глобальных финансовых рынках, а также мер, направленных на повышение стабильности в странах с формирующимся рынком.

В БМР также расположен секретариат *Международной ассоциации органов страхового надзора*, в которой представлены ор-

ганы регулирования и надзора за страховой сферой приблизительно 190 юрисдикций почти в 140 странах, на долю которых приходится 97 процентов страховых премий во всем мире, а также *Форум финансовой стабильности*.

Международная организация комиссий по ценным бумагам, которая не связана с БМР, имеет 109 участников и охватывает 90 процентов глобальных рынков ценных бумаг. Другой важный орган, *Совет по международным стандартам бухгалтерского учета*, осуществляет надзор за разработкой и согласованием международных стандартов бухгалтерского учета.

В настоящее время ни один глобальный орган регулирования напрямую не охватывает бухгалтерские фирмы и агентства кредитного рейтинга и не осуществляет надзора за ними, хотя их косвенное регулирование обеспечивается органами финансового регулирования.

К числу других организаций-разработчиков стандартов и глобальных форумов сотрудничества относятся *МВФ*, который отвечает за кодексы прозрачности в валютно-финансовой сфере; *ОЭСР*, который устанавливает стандарты и принципы надлежащей практики в области корпоративного управления; и *Всемирный банк* и *Комиссия Организации Объединенных Наций по праву международной торговли*, которые совместно разработали стандарт для режимов неплатежеспособности и прав кредиторов.

представителя от своего соответствующего министерства финансов, центрального банка и органа надзора. Кроме того, в нем представлены Австралия, САР Гонконг, Нидерланды и Сингапур, хотя они направляют только представителей центральных банков.

ФФС служил главным связующим механизмом для растущего числа учреждений, вовлеченных в управление глобальной финансовой системой, и выполнял техническую работу по таким актуальным темам глобальной повестки дня, как глобальные стандарты и кодексы, учреждения с высокой долей заемных средств, оффшорные финансовые центры и системы страхования вкладов. Он вел систематический учет работы, проводимой МФУ и группами, действующими в областях регулирования и надзора, а также служил форумом для оценки и анализа изменений на финансовых рынках и потенциальных рисков.

Помимо ФФС, в период с 1997 по 2003 год инициативам по укреплению международной финансовой архитектуры (таким как введение совместной программы оценки финансового сектора МВФ/Всемирного банка и доклады о соблюдении стандартов и кодексов, а также прерванный механизм реструктуризации суверенного долга) была посвящена значительная часть работы и внимания МВФ.

Во всей этой деятельности акцент был смещен на страны с формирующимся рынком. Особого внимания базовым факторам уязвимости в странах со зрелым рынком не уделялось. Действительно, предполагалось, что страны со зрелым финансовым рынком находились уже в прочном положении и особого смысла в усилении надзора за этими рынками не было. Усилия, направленные на то, чтобы расширить регулирование на системно важные сегменты в странах с развитой экономикой, такие как хеджевые фонды, также встречали сопротивление со стороны некоторых ведущих стран и участников рынка.

Текущий кризис вскрыл глубокие недостатки . . .

Текущий финансовый кризис привел к серьезному переосмыслению роли финансовых рынков и ошибок в управлении ими, особенно в странах с развитой экономикой. Многие считают, что роль финансовых рынков вышла за рамки необходимого — являясь средством, а не целью — и необузданная глобализация финансовых рынков оставила страны и граждан уязвимыми перед врожденными капризами рынков. Хотя подобные рассуждения — особенно относительно того, в чем были допущены ошибки и какие уроки могут быть извлечены из кризиса, — не прекращаются, можно выделить три основных вида недостатков, имеющих большое значение для будущей реформы.

Во-первых, кризис указал на фундаментальные недостатки в функционировании финансовых рынков. Проблемы несимметричности информации, морального риска и отношений принципала/агента на финансовых рынках хорошо известны, но кризис высветил недостатки в корпоративном управлении (частично связанные с характером вознаграждения руководителей фирм), иницировании кредитов и стандартах андеррайтинга, которые граничат с мошенничеством. Он также показал, как новые финансовые инструменты и их растущая сложность (типичными примерами которых служат свопы кредитного дефолта) усиливали процикличность и скрывали за собой базовые риски. Два важных механизма исправления ситуации на рынке — управление риском финансовыми учреждениями и рыночная дисциплина — также не работали.

Во-вторых, были допущены широкие ошибки в регулировании финансовых рынков. Несмотря на упор, сделанный на достаточности капитала, регулирование капитала осуществлялось таким образом, что допускалось огромное наращивание доли заемных средств, что способствовало процикличности. Кроме того, фрагментация регулирования, особенно в Соединенных

Штатах, способствовала регулятивному арбитражу и принятию большего риска, равно как и тот факт, что крупные системно важные сегменты — такие как хеджевые фонды и созданные банками специальные инвестиционные инструменты — находились вне сферы пруденциального регулирования.

В-третьих, кризис выявил серьезные недостатки в международной координации и сотрудничестве. Надзор со стороны МВФ и ФФС оставался слабым и неполным, что во многом связано с тем, что оба учреждения не располагают важными базовыми инструментами эффективного надзора за системно значимыми странами с развитой экономикой. Даже в тех случаях, когда проблема была хорошо понята, как, например, в случае растущих макроэкономических дисбалансов, которые способствовали усилению уязвимости, не было согласия в отношении сфер ответственности или способов обеспечения необходимых совместных действий. Как показал недавний кризис, МВФ не хватает ресурсов и инструментов, чтобы принимать агрессивные ответные меры на системную неустойчивость, что также отражает различия в мнениях государств-членов относительно необходимой роли этого учреждения. Кроме того, дисбаланс в правах голоса и представительства стран с формирующимся рынком и развивающихся стран в МВФ, а в еще большей степени в БМР и других органах, устанавливающих стандарты, подрывал легитимность и эффективность управления глобальной финансовой сферой.

. . . что привело к новым предложениям о проведении реформ

Растущий консенсус относительно слабости регулирования породил множество предложений о проведении реформ, выдвигаемых самыми разными сторонами. Общей темой является то, что необходимо восстановить баланс между регулированием и свободой действий в пользу пруденциального регулирования, которое должно быть антициклическим, комплексным по своему охвату финансовых учреждений и глобальным по своим масштабам и последовательности.

В этих предложениях, среди прочего, подчеркивается, что необходимо: 1) улучшить стимулы для благоразумного принятия рисков посредством таких мер, как реформа вознаграждения и большее участие в рисках со стороны кредитных учреждений и учреждений, выпускающих ценные бумаги; 2) значительно более жестко регулировать капитал при более строгих лимитах для доли заемных средств и встроенных стабилизаторов в целях предотвращения процикличности и наращивания «пузырей» цен на активы; 3) уделить большее внимание надзору за ликвидностью и финансированию рисков; 4) улучшить механизмы надзора за крупными сложными трансграничными финансовыми учреждениями; 5) расширить охват финансового регулирования для обеспечения надлежащего регулирования всех системно важных учреждений; 6) повысить прозрачность и уменьшить системные риски, связанные с производными и сложными финансовыми инструментами посредством более широкого использования биржевых или электронных площадок взамен внебиржевых сделок с производными инструментами; и 7) обеспечить соответствие агентств кредитного рейтинга самым высоким стандартам и предотвратить конфликт интересов.

Хотя возможно обеспечить широкое согласие по большинству из этих элементов, главное кроется в деталях. Мнения тех, кто выступает за значительно более жесткое регулирование, отличаются от мнений тех, кто полагается на рыночную дисциплину и верит в сохранение пространства для финансовых нововведений.

И кто будет делать что?

Данная широкая программа финансовой реформы выдвигает ряд сложных вопросов, включая вопрос о том, кто и за что

будет отвечать, как заполнить пробелы в существующей институциональной архитектуре и как усилить международное сотрудничество.

В числе наиболее смелых раздаются предложения о создании совершенно новых организаций или принятии новых подходов к регулированию (особенно больших трансграничных учреждений) в форме мировой финансовой организации, международного банковского устава и международного механизма неплатежеспособности. Если такие новые механизмы не будут созданы, то предлагается учредить «коллегии наблюдателей», которые будут коллективно отвечать за обеспечение эффективного надзора. В более общем плане существует согласие о необходимости улучшения сотрудничества и связи между органами регулирования, учитывающая национальный характер регулирования и глобальную природу финансовых рынков.

Ввиду большого значения макрофинансовых взаимосвязей в нарастании уязвимости и урегулировании кризисов, на передний план были также выдвинуты задачи прояснения роли и расширения сотрудничества между ФФС и МВФ. Еще большее значение приобретает фундаментальная реформа МВФ, с тем чтобы он мог играть центральную и эффективную роль в сокращении рисков финансовой нестабильности и принятии ответных мер на кризисы. Потребуется коренной пересмотр роли МВФ в области надзора, особенно за системно важными странами и рынками, а также его инструментов и политики, с тем чтобы он мог оказывать необходимую поддержку в превентивном порядке и для урегулирования кризисов всем своим государствам-членам, а его структура управления должна быть реформирована таким образом, чтобы он стал более подотчетной и представительной организацией. Настало также время пересмотреть роль МВФ в меж-

дународной валютной системе и новых мировых условиях волатильных потоков капитала. При этом речь идет не только о реформах в Вашингтоне, но в равной мере о приверженности всех государств-членов данному учреждению как организации сотрудничества.

Учитывая широту и сложность реформирования глобальных структур управления финансовой сферой и существующие политические препятствия, потребуются создание соответствующей руководящей группы на глобальном уровне, наделенной достаточными политическими и техническими полномочиями, с тем чтобы обеспечить проведение реформ. Эту роль вполне может выполнить Группа двадцати, поскольку в ее заседаниях участвуют министры финансов и управляющие центральных банков наиболее системно важных стран. Перевод дискуссии на уровень руководителей стран придает ей большой политический импульс и обеспечивает необходимый масштаб для рассмотрения комплексных вопросов.

Хотя Группа двадцати может таким образом сыграть конструктивную роль, она не может подменить собой более универсальные и легитимные органы принятия решения. В этой связи важно, чтобы Группа двадцати (и другие соответствующие форумы, такие как ФФС) привлекала к своим дискуссиям возможно большее число заинтересованных сторон, а конечные решения передавала на рассмотрение соответствующих организаций. В частности, ключевую роль должны будут сыграть Международный валютно-финансовый комитет и Совет управляющих МВФ, а также Организация Объединенных Наций как наиболее универсальный орган на уровне мировых руководителей стран мира. ■

Амар Баттачария — Директор секретариата Группы двадцати четырех (G-24).

 COLUMBIA | SIPA
School of International and Public Affairs

PROGRAM IN ECONOMIC POLICY MANAGEMENT (PEPM)

Columbia University's School of International and Public Affairs' Program in Economic Policy Management offers an intensive 14-month program leading to a Master of Public Administration. The program provides rigorous graduate training in micro- and macroeconomics, management, finance and development policy, with a strong emphasis on the policy issues faced by developing countries. The program concludes

with a three-month internship at the World Bank, International Monetary Fund or other public or private sector institutions.

Students may also pursue a focus in International Energy Management and Policy, administered in cooperation with SIPA's Center for Energy, Marine Transportation and Public Policy, to prepare for work in the businesses, markets

and governance structures involved in producing, transporting and marketing energy products.

The program also features a tailored lecture and workshop series, ranging from effective inflation targeting to understanding financial crises.

The program begins annually in early July. Applications are due the preceding January.

pepm@columbia.edu | 212-854-6982; 212-854-5935 (fax) | www.sipa.columbia.edu/academics/degree_programs/pepm

To learn more about SIPA, please visit:
www.sipa.columbia.edu



Британский экономист Джон Мэйнард Кейнс (в центре) был одним из главных архитекторов Международной валютно-финансовой конференции ООН в 1944 году.

Новый Бреттон-Вудс?

Джеймс Боутон

История показывает, что реформирование международной финансовой системы требует лидерства и всеобщего участия

КОГДА президент Франции Николя Саркози и премьер-министр Великобритании Гордон Браун призвали к «новому Бреттонвудскому соглашению» в октябре 2008 года, они вспоминали об успехе Международной валютно-финансовой конференции, состоявшейся в Бреттон-Вудсе, штат Нью-Хемпшир, в 1944 году. Саркози и Браун предоставили себе возможность нового многостороннего соглашения, призванного стабилизировать международные финансы в XXI веке, подобно тому, как в 1944 году конференция, на которой были созданы Международный Валютный Фонд и Всемирный банк, стабилизировала финансовые отношения между странами во второй половине XX века. Сопровождение мировых лидеров на высшем уровне, состоявшееся в Вашингтоне в ноябре 2008 года, начало процесс, который может привести к такому соглашению. Что потребуется для успеха? Какого рода лидерство и какие обязательства будут необходимы? История предлагает ряд полезных уроков.

На протяжении XX века политические лидеры ведущих стран неоднократно пытались заключить международные соглашения о глобальной экономической и финансовой архитектуре. Многие из этих усилий окончились неудачей, и Бреттон-Вудс явился главным исключением. Основной урок, вытекающий из этих усилий, заключается в том, что успешная реформа в ответ на кризис должна включать три компонента: эффективное и легитимное лидерство в сочетании с всеобщим участием; четко поставленные и широко разделяемые цели; и реалистичный план достижения этих целей.

Париж, 1918–1919 годы

При рассмотрении таких усилий полезной отправной точкой служит Парижская мирная конференция 1918–1919 годов, проведенная после Первой мировой войны. Хотя ее главной целью было перекраивание политических границ и установление принципов, которые позволили бы избежать повторения войны, в повестку дня входило также создание основы для восстановления свободной торговли и потока капитала. Президент США Вудро Вильсон осуществлял руководство, сформулировав свои «четырнадцать пунктов» в качестве основного ориентира. На конференции присутствовали представители всех победивших союзных держав. Хотя значительное влияние на результат оказали только крупные страны, включение других союзников обеспечивало легитимность процесса.

Экономическая цель открытой торговли и финансов широко разделялась, однако вопрос о методах ее достижения остался нерешенным, так как он не был главным приоритетом конференции. Заключение соглашения о рамочной основе было сорвано из-за различий во взглядах на военные репарации, на практические аспекты возврата к золотому стандарту и на необходимость в международной организации, имеющей надзорными полномочиями. Конгресс США отказался ратифицировать участие в новой глобальной организации — Лиге наций. На последующей конференции, состоявшейся в 1920-м году в Брюсселе, была создана Финансово-экономическая секция Лиги, но ее функции и полномочия были ограниченными. Эти неудачи были одной из существенных при-

чин автаркии, нестабильных финансовых отношений между странами и экономической депрессии в последующие десятилетия.

Лондон, 1933 год

В период между войнами самым далеко идущим событием была Всемирная валютная и экономическая конференция, проведенная под эгидой Лиги наций. Ей предшествовали два относительно успешных совещания — на первом, состоявшемся в Женеве в 1922 году, был вновь введен золотой стандарт для группы стран, включавшей в основном страны Европы, а на втором, проведенном в Риме в 1930 году, был учрежден Банк международных расчетов. Лондонская конференция 1933 года ставила целью воссоздать фиксированные паритеты для более широкого круга валют. Как и в случае Лиги наций, эти попытки провалились главным образом из-за отсутствия поддержки со стороны правительства США. Три года спустя США все-таки подписали соглашение с Францией и Соединенным Королевством о стабилизационном пакте, известном как Трехстороннее соглашение. Однако это соглашение представляло собой специальное усилие предотвратить потенциальную конкурентную девальвацию французского франка. Хотя и успешное само по себе, оно не обеспечивало институциональной структуры и надежного механизма для приведения его в исполнение и потому не позволило предотвратить возникновение аналогичных конфликтов в будущем.

Бреттон-Вудс, 1944 год

Во время Второй мировой войны министерства финансов Соединенного Королевства и США приступили к разработке планов, направленных на преодоление недостатков половинчатых подходов межвоенного времени путем создания многосторонних финансовых организаций на послевоенный период. К середине 1942 года Джон Мэйнард Кейнс и Гарри Декстер Уайт из США подготовили первые проекты своих соответствующих планов и начали обмениваться идеями о разработке общего предложения до окончания войны. Подготовка к тому, что стало Бреттонвудской конференцией, всерьез началась в середине 1943 года. Кейнс предложил ограничить участие несколькими странами с Соединенным Королевством и США в качестве «государств-основателей» предлагаемых организаций. На этот раз США приняли более широкий подход. Уайт настоял на включении делегаций из всех 45 стран-союзниц в войне против гитлеровской Германии и предоставлении им возможности участвовать в редакционных заседаниях и принятии ключевых решений. Представители 18 стран встретились в Вашингтоне в июне 1943 года для внесения предложений, а в июне 1944 года в Атлантик-Сити, штат Нью-Джерси, была проведена подготовительная редакционная конференция с участием 17 стран. Через несколько недель все 45 делегаций собрались в Бреттон-Вудсе.

Исключительный успех Бреттонвудской конференции объясняется чрезвычайными обстоятельствами, в которых она проводилась, а также вниманием, уделенным ее подготовке. Любая обеспокоенность стран относительно угроз национальному суверенитету, которые создавали предоставленные Всемирному банку и МВФ полномочия, была эффективно нейтрализована двойным шоком, вызванным депрессией и войной, которым характеризовался межвоенный период. Готовность правительства США быть организатором совещания, играть ведущую роль в создании МВФ, принять на себя обязательства главного кредитора и учитывать потребности других стран (например, путем принятия оговорки о «дефицитной валюте», которая налагала требования на доминирующую страну-кредитора) имела решающее значение для успеха Бреттонвудской конференции. В результа-

те сотрудничества между Кейнсом и Уайтом, продолжавшегося два с половиной года, первоначальные предложения были многократно пересмотрены — не только для их согласования, но и для того, чтобы сделать проект более привлекательным для других стран. Единодушное согласие относительно Статей явилось итогом тщательной разработки реалистичного плана, сильной лидирующей роли двух основных стран, легитимности, обеспеченной всеобщим участием, и влиянием серьезного кризиса на стимулирование политической воли к действию.

Разработчики Бреттонвудской системы намеревались создать три многосторонних организации, а не две. Предложенная международная торговая организация вызвала слишком много политических разногласий, поэтому принятие решения о ней было отложено до времени после окончания войны, что имело почти фатальный эффект. В качестве отступного варианта группа стран приняла менее действенное Генеральное соглашение о тарифах и торговле в 1948 году. Лишь в 1994 году была создана Всемирная торговая организация.

Конец фиксированных валютных курсов, 1971–1973 годы

После периода значительного давления на валютные курсы в 1960-е годы и официального прекращения конвертации доллара США в золото в 1971 году стало ясно, что необходим новый валютный порядок. Директор-распорядитель МВФ Пьер-Поль Швейцер взял на себя инициативу, предложив провести корректировку обменных курсов основных валют, включая девальвацию доллара США. Мнения основных промышленно развитых стран относительно того, как реагировать на это предложение, разделились, а развивающиеся страны возражали против их исключения из обсуждений. Группа десяти (Группа 10-ти) промышленно развитых стран (Бельгия, Германия, Италия, Канада, Нидерланды, Соединенное Королевство, США, Франция, Швеция и Япония) приняла на себя инициативу, согласившись с корректировками валют на заседании, состоявшемся в декабре 1971 года в Смитсоновском институте в Вашингтоне. Но вокруг этого соглашения вскоре возникла напряженность, и внимание вновь переключилось на МВФ. Хотя Группа 10-ти не смогла выработать собственное решение, она, тем не менее, согласилась создать Комитет двадцати, консультативный орган на уровне министров, который в то время представлял 20 стран и групп стран Исполнительного совета МВФ.

Комитет двадцати имел преимущество в виде предварительно существовавшей институциональной основы и секре-



Делегаты-участники переговоров Группы десяти обсуждают кризис доллара в 1971 году.

тариата, а также политической поддержки как промышленно развитых, так и развивающихся стран. Но у него не было реалистичного плана восстановления стабильности платежной системы. Позиции Франции и США относительно стабильности обменных курсов — первая хотела вернуться к фиксированным паритетам, а вторые предпочитали курсы, определяемые рынком, — слишком далеко отстояли друг от друга, чтобы позволить прийти к консенсусу. Спустя два года от цели валютной стабильности отказались, и МВФ вместо этого было поручено осуществлять «строгий надзор» за тем, что, как предполагалось, должно было стать стабильной системой, путем надзора на двусторонней и многосторонней основе. Впоследствии этот мандат был закреплен во второй поправке к Статьям соглашения МВФ в 1978 году.

Шоки цен на нефть в 1970-е годы

Министр иностранных дел США Генри Киссинджер призвал к принятию Атлантической хартии для координации мер промышленно развитых стран в ответ на шок цен на нефть 1973–1974 годов. МВФ и Организация экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), которая в то время включала преимущественно более состоятельные промышленно развитые страны, отреагировали на этот призыв, разработав предложения о финансовом механизме возвращения в оборот профицитов стран-экспортеров нефти. План ОЭСР состоял в том, чтобы создать Фонд финансовой поддержки за счет заимствования средств у экспортеров нефти и предоставления кредитов государствам-членам ОЭСР. При сильной поддержке со стороны США и основных европейских стран ОЭСР быстро заключила соглашение о создании такого фонда поддержки. Но еще до того, как механизм ОЭСР приобрел форму окончательного проекта, МВФ создал нефтяной механизм, который предусматривал заимствование средств у экспортеров нефти и богатых стран и предоставление кредитов с низким уровнем предъявляемых условий странам-импортерам нефти, как промышленно развитым, так и развивающимся. Предложение ОЭСР утратило политическую поддержку, и договор так и не был ратифицирован.

Призыв к новому Бреттон-Вудсу в 1980-е годы

Ко времени вступления в силу второй поправки в 1978 году курсовая система уже была нестабильной, и в последующие годы эта нестабильность усилилась. В период с 1982 по 1985 год руководители государственных финансов из Франции, США и других стран неоднократно призывали к «новому Бреттон-Вудсу», хотя никто так и не сформулировал открыто и четко ни цели такой конференции, ни план преодоления неудачных попыток предыдущего десятилетия. Несмотря на поддержку на высоком уровне, включая президента Франции Франсуа Миттерана и министра финансов США Джеймса Бейкера, это предложение так и не было задействовано. Вместо этого Группа пяти (Германия, Соединенное Королевство, США, Франция и Япония), которая в основном заняла место Группы десяти как главного координационного комитета для промышленно развитых стран, в 1985–1987 годы предприняла самостоятельные действия, направленные на прекращение пятилетнего устойчивого повышения курса доллара, а затем попытки стабилизировать курсы вокруг новой точки равновесия.

Реформы последнего времени

В 1998 году конгресс США принял на себя инициативу по созыву Консультативной комиссии по международным финансовым организациям, которая рекомендовала МВФ прекратить предоставление долгосрочных кредитов и списать требования бедных стран с высоким уровнем задолженности, осуществляющих эффективную стратегию развития, утвержденную Всемирным банком. Эти рекомендации

стимулировали открытую дискуссию — главным образом в рамках Группы семи (Группа пяти плюс Италия и Канада), а затем в Международном валютно-финансовом комитете, консультативном определяющем политику органе МВФ, который пришел на смену Комитету двадцати. Эти дискуссии в итоге привели к введению Инициативы по облегчению бремени задолженности на многосторонней основе и Инструмента для поддержки экономической политики в 2005 году.

Уроки, которые мы извлекли

В течение последнего столетия международная финансовая архитектура развивалась в ответ на обстоятельства текущего момента. Официальные конференции иногда были важным элементом этого процесса. Однако в большинстве случаев адаптация институтов к изменениям в мировой экономике была результатом сочетания внутренних дискуссий и инициатив групп промышленно развитых стран. В тех случаях, когда проблемы были четко определены и основные страны приходили к согласию о том, какого рода решение требовалось принять, обсуждения в рамках данной группы стран обычно обеспечивали необходимое лидерство для проведения реформы. В наиболее успешных усилиях лидирующую роль играла небольшая внутренняя группа, которая была готова включить в рассмотрение идеи широкого внешнего круга участников, прислушаться к ним и усвоить их.

Каждая из серьезных попыток пересмотреть международную финансовую архитектуру была предпринята в ответ на кризис. Когда эти попытки увенчались успехом, этот успех был лишь частичным. Это наблюдение ведет к трем более широким, но взаимосвязанным урокам относительно контекста, в котором предпринимаются попытки финансовых и других реформ.

- Достижение некоторых важных целей неизбежно приходится откладывать, например, создание торговой организации во время Бреттонвудской конференции и системные правила для обменных курсов в 1970-е годы. Даже самый лучший «новый Бреттон-Вудс» решит лишь ряд проблем. То, что откладывается на потом, едва удастся довести до конца в течение последующих 20–30 лет — или, по крайней мере, до следующего серьезного кризиса.

- Финансовые кризисы часто возникают во времена, когда внимания настоятельно требуют другие (и, возможно, более серьезные) кризисы. В прошлом году мировая экономика страдала рядом недугов, включая обвал финансовой системы и широкие колебания цен на продукты питания, топливо и другие основные сырьевые товары. В более долгосрочном плане надвигающимися кризисами являются изменение климата и сохранение крайней нищеты в значительной части развивающихся стран. Если пересмотр правил международных финансов будет занимать преобладающее место в повестке дня, возможность найти лучшие пути решения других проблем может быть утрачена, возможно, на многие годы.

- Решения о том, какие страны должны сидеть за столом переговоров, существенным образом влияют на то, что удастся сделать, а что откладывается на потом. Только основные участники финансовых рынков — промышленно развитые страны и страны с формирующимся рынком — могут разработать новые правила для финансов, но они не могут самостоятельно разработать новые правила для торговли биржевыми товарами. Они также не смогут сами справиться с изменением климата или проблемой крайней нищеты. Чем более широким будет участие в следующем Бреттон-Вудсе, тем выше вероятность того, что результаты принесут долгосрочную пользу человечеству. ■

Джеймс М. Боутон — историк МВФ.

Внутреннее решение

Может ли экономический рост Китая поддерживаться за счет политики добрососедских отношений?

Стройплощадка в Гуаньчжоу, Китай

Лесли Липшиц, Селин Рошон и Женевьев Вердьё

ДЛЯ экономистов и политологов, равно как и для туристов, ищущих приключений, Китай — исключительно интересная страна, обладающая огромной территорией и колоссальной численностью населения. Китай имеет многопластовую древнюю культуру и историю. За последние годы страна полностью влилась в глобальную экономику, а стремительный рост ее объема производства и экспорта оказывает значительное глобальное воздействие. Кроме того, эта страна достаточно велика для того, чтобы ее политика могла влиять на остальной мир. Китай демонстрирует относительно высокие темпы роста даже в ходе текущего глобального кризиса, однако существенное сокращение занятости заставляет тщательно пересмотреть возможные варианты экономической политики.

В исследовании, проведенном недавно в МВФ (Lipschitz, Rochon and Verdier, 2008), была поставлена задача использовать формальную модель экономического роста для ответа на ряд общих вопросов о процессе роста в развивающихся странах и конкретных вопросов о движущих силах роста в случае Китая.

- В чем отличие процесса наверстывания темпов в Китае от нормы? Способствуют или препятствуют его экономическим результатам многочисленные и в существенной мере недоиспользуемые трудовые ресурсы?

- Обусловлена ли необычайная конкурентоспособность китайской промышленности основополагающими структурными характеристиками или — по крайней мере, в последние несколько лет, — меркантилистской курсовой политикой «разорения соседа»?

- Почему, несмотря на очень высокий уровень внутренних сбережений, в Китае по-прежнему наблюдается значительный приток прямых иностранных инвестиций?

Переходная модель экономического роста в период наверстывания темпов

В любой стране продукт (а, следовательно, и доход) создается за счет сочетания капитала и труда для производства товаров и услуг. Но многое зависит от институциональной и технологической среды, в которой сочетаются эти факторы производства. Во многих странах переход от централизованно планируемой экономики к рыночной привел к изменению

институциональных и технологических условий и вызвал значительный прирост производительности труда и капитала. Такой прирост производительности увеличил прибыль на капитал и стимулировал инвестиции, что привело к еще большему повышению производительности труда и стабильности заработной платы. Результатом этого стал эндогенный процесс улучшения институтов, совершенствования технологии, увеличения прибылей, роста инвестиций, повышения занятости и роста доходов населения. Несомненно, реформы и открытие экономики Китая с 1978 года представляли собой процесс развития подобного рода. Однако такой процесс носит переходный характер: в определенный момент институциональная и технологическая среда достигнет уровня стран с развитой экономикой, и тогда эпоха легкого ускорения темпов роста закончится, и затем темпы роста вернуться к уровню, более схожему с тем, который существует в странах с развитой экономикой.

В этом процессе наверстывания темпов есть одна важная составляющая, заключающаяся в перетекании работников из сельскохозяйственного сектора (по мере роста производительности в этом секторе и повышения мобильности рабочей силы) в быстрорастущие сектора экономики (как правило, обрабатывающую промышленность). Поступление этой «резервной армии» работников на высокопроизводительные рабочие места является одним из критических элементов процесса наверстывания быстрых темпов экономического роста, особенно в странах с большой численностью населения и крупным низкопроизводительным сельскохозяйственным сектором.

Для Китая эти упрощенные факты нетипичны (см. вставку). И темпы роста, и уровни инвестиций были здесь очень высоки. Хотя изначально низкая капиталовооруженность труда обычно ассоциируется с высокой прибылью на капитал и значительными инвестициями, эти инвестиции вполне могут финансироваться как за счет иностранных займов, так и за счет высоких внутренних сбережений. Тем не менее, в Китае уровень внутренних сбережений был чрезвычайно высоким, превосходя в последние годы уровень внутренних инвестиций.

Стратегия меркантилизма?

Критики Китая (см., например, Goldstein and Lardy, 2005) утверждают, что очень высокий уровень сбережений отражает

заниженный валютный курс, который ограничивал потребление за счет перекаса в распределении доходов от заработной платы к прибыли. Интервенции на валютных рынках в Китае, несомненно, оказывали влияние на номинальный обменный курс, однако неясно, поддерживалась ли исключительная конкурентоспособность китайской промышленности благодаря этой политике или более фундаментальным структурным характеристикам экономики.

Проведем следующий мысленный эксперимент. Если бы ставки заработной платы в промышленности Китая были сбалансированными (то есть рабочим выплачивалась стоимость производимого ими предельного продукта), а власти намеревались спланировать повышение курса юаня на 30 процентов, действительно ли это привело бы к соответствующему повышению реальной заработной платы (то есть номинальной заработной платы, дефлятированной по цене продукции в юанях)? Если да, то в той мере, в которой этот результат мог не быть полностью перенесен на покупателей, в конечном итоге он, несомненно, привел бы к значительному сокращению занятости и оказал понижательное давление на реальную заработную плату — если только внезапно не возникло бы какой-либо посторонней силы, одновременно вызвавшей прирост производительности труда.

Другой, более тонкий вариант аргументации относительно заниженного валютного курса основан на ситуации неравновесия и, таким образом, отходит от практики формально-

го моделирования. Представим себе, что на исходном этапе в Китае работники получают меньше, чем стоимость производимого ими предельного продукта, и существует естественная тенденция к реальному повышению курса юаня (то есть повышению относительной стоимости рабочей силы на единицу продукции в Китае, скорректированной по обменному курсу), которое намеренно замедляется путем проведения политики интервенций для предотвращения повышения обменного курса. При подобных обстоятельствах повышение обменного ускорило бы движение в сторону нового устойчивого равновесия, а задержки в проведении курсовой политике тормозили бы неизбежный процесс — возможно, с целью получения кратковременного получения конкурентного преимущества. Разумеется, подобная аргументация потребовала какого-либо подтверждения исходного неравновесия, в наиболее очевидном случае — растущего инфляционного давления.

В значительной части дискуссий о Китае основное внимание уделялось этому вопросу курсовой политики как части его стратегии экономического роста. Но в них зачастую эмоции преобладали над рациональными выводами. Именно по этой причине мы стремились более точно формализовать эти вопросы и определить лежащие в их основе движущие силы.

Модель реального роста для Китая

Мы сформулировали традиционную модель реального неоклассического роста, с тем чтобы выявить некоторые характерные черты китайской экономики, и ввели в качестве параметров показатели, правдоподобно отражающие ситуацию в Китае.

- В данной модели китайская экономика не может оказывать влияние на внешнюю процентную ставку, по которой она получает займы, но может влиять на цены на мировом рынке, где продается промышленная продукция Китая.

- Для производства требуется два дополняющих друг друга вида капитала: внутренний и иностранный. Иностранный капитал можно приобрести на мировых рынках по фиксированной ставке. Внутренний капитал можно получить только за счет внутренних сбережений. (Это интуитивно понятно, если под внутренним капиталом подразумевается человеческий капитал с очень ограниченным количеством квалифицированных работников с хорошим знанием китайского языка, которых можно привлечь из-за рубежа.)

- В центре внимания модели находится городской промышленный сектор. При этом в сельскохозяйственном секторе имеется переизбыток работников, стремящихся переместиться в городской сектор, во всех случаях, когда заработная плата в городе превышает заработную плату в сельской местности. Скорость миграции зависит от степени мобильности рабочей силы.

Эти две последние характеристики являются определяющими для модели. Например, если происходит накопление внутреннего капитала, это приведет к росту доходов от труда и иностранного капитала, увеличению миграции, занятости и внешних инвестиций. Поскольку доступ к иностранному капиталу неограничен и существуют большие резервы сельскохозяйственной рабочей силы, дефицитным фактором становится внутренний капитал; он приносит большие прибыли и способствует высокому уровню сбережений.

Чтобы проиллюстрировать механизм нашей модели, мы применили ее к нескольким экспериментальным шоковым ситуациям, связанным с производительностью, внешним спросом на мировых рынках и процентными ставками. Результаты являются весьма содержательными. В той мере, в которой трудовые ресурсы мобильны, значительный избыток работников в сельскохозяйственном секторе местности приводит к уменьшению дисперсии как заработной платы, так и реального валютного курса. Любое увеличение внешнего спроса ско-

Китай: основные факты

Высокий уровень экономического роста, сбережений, внутренних и иностранных инвестиций.

- Средний темп роста за десятилетие до 2007 года включительно составлял 9,6 процента, но в условиях текущего кризиса он будет снижаться.

- В 2007 году национальная норма сбережений была равна 54 процентам, по сравнению со средним показателем в 33 процента по выборке других стран с формирующимся рынком (что все еще существенно превышает показатель в странах с развитой экономикой).

- Коэффициент инвестиций в 2007 году составлял 43 процента, по сравнению с 29 процентами в среднем по другим странам с формирующимся рынком; в странах с развитой экономикой он намного ниже.

- Чистые прямые иностранные инвестиции в Китае возросли с менее 3 млрд долларов США в 1990 году до более 120 млрд долларов США в 2007 году.

Заработная плата в обрабатывающей промышленности является очень низкой по международным стандартам, но очень высокой по отношению к заработной плате в сельском хозяйстве.

- Достоверные текущие данные отсутствуют, но, согласно данным за 2002 год, заработная плата в обрабатывающей промышленности Китая составляла 3 процента от соответствующего уровня в США, по сравнению с 33 процентами в других странах Азии с формирующимся рынком.

- В 2007 году доходы на душу населения в домашних хозяйствах в сельской местности составляли 30 процентов от соответствующего показателя по домашним хозяйствам в городах, и это соотношение имело тенденцию к снижению с конца 1990-х годов.

Огромная армия сельскохозяйственных работников Китая является движущей силой внутренней миграции.

- В сельскохозяйственном секторе Китая имеется резерв избыточной рабочей силы, составляющий, по оценкам, до 200 миллионов человек (см. /Banister, 2005).

- Внутренняя миграция вызывается значительным избытком рабочей силы в сельскохозяйственном секторе и существенной разницей в заработной плате работников в городах и сельской местности.

рее приведет к повышению занятости и иностранных инвестиций, а также росту сбережений (в ответ на увеличение прибыли на дефицитный внутренний капитал), чем к повышению заработной платы и реального валютного курса. Таким образом, представляется, что наша модель учитывает важнейшие характеристики новейшей истории Китая — высокие сбережения в сочетании со значительными прямыми иностранными инвестициями и заработной платой, которая, как представляется, удерживается на очень конкурентоспособном низком уровне. Более того, эти характеристики выявляются на основе «реальной» модели, то есть модели, в которой нет возможности оказывать влияние на номинальный валютный курс. Однако эта модель является ограниченной: она не объясняет другие изменения, например, большое накопление резервов иностранной валюты, которые могут служить показателями несбалансированности.

Модель также представляет перспективу воздействия текущих глобальных потрясений на китайскую экономику. Здесь одно из главных соображений связано с количественной оценкой рынка труда как чрезвычайно эластичного; это, наряду с зависимостью экономики от промышленной продукции, производимой на экспорт, создает нагрузку на уровень занятости в промышленности в связи с корректировкой в ответ на шок внешнего спроса. Падение внешнего спроса на китайские товары оказывает понижающее давление на условия торговли, вынуждает китайские фирмы снижать цены, сокращает прибыль и снижает заработную плату в промышленности. Однако, еще более важно то, что в стране со столь ярко выраженным перемещением трудовых ресурсов в промышленный сектор в последние годы это также приводит к резкому сокращению занятости в обрабатывающей промышленности, в результате чего работники вынуждены возвращаться в сельскохозяйственный сектор. Для правительства противостояние деиндустриализации рабочей силы вполне может быть *основным* приоритетом политики.

Поскольку это модель является неоклассической, а не кейнсианской, она не предназначена для анализа краткосрочной политики. В частности, любая оценка соответствующих мер политики в ответ на кейнсианское падение спроса (то есть невосприимчивого по отношению к конкурентоспособности цен) является в определенной степени умозрительной. Тем не менее, результаты показывают, что для китайских властей наступил оптимальный момент приступить к стимулированию

внутреннего спроса и уменьшению зависимости экономики от внешнего спроса. Возможно, единственным способом приостановить потерю рабочих мест в обрабатывающей промышленности является политика, направленная на резкое увеличение внутреннего спроса, в частности, при помощи финансовых стимулов.

Выводы для политики и предостережения

Эксперименты на основе модели показывают, что для страны с такими структурными характеристиками, какие существуют сегодня в Китае, может иметься возможность в течение значительного периода сохранять ситуацию, характеризующуюся очень низкой заработной платой в промышленности, высокой прибылью на внутренний капитал и быстрым экономическим ростом, обусловленным экспортом. Опасность возникает тогда, когда меняются базовые характеристики и власти противятся адаптации к этим переменам, будь то в силу обычной инерции или под давлением внутренних групп особых интересов. Пытаться придерживаться стратегии низкой зарплаты (при которой реальный валютный курс недооценивается) перед лицом грядущей несбалансированности экономики (например, давления на цены и заработную плату) — очень опасная стратегия. Она создает риск такого повышения инфляции и инфляционных ожиданий, который может стать устойчивым, и повернуть его вспять может оказаться весьма дорогостоящим делом. Кроме того, возникает риск чрезмерной уязвимости к неблагоприятным изменениям внешнего спроса.

В существующих условиях значительного падения внешнего спроса политика стимулирования внутреннего спроса в Китае может быть единственным способом поддержать темпы роста и уровень занятости: нет сомнений, что Китай является одной из немногих стран с формирующимся рынком, не имеющих ограничения на внешнее финансирование, которое могло бы воспрепятствовать такой политике. Более того, энергичное стимулирование спроса в Китае явилось бы стратегией «добрососедской» политики, способствующей глобальному спросу и решению текущего глобального кризиса. ■

Лесли Литишиц — директор Института МВФ, Селин Рошон — лектор Школы бизнеса «Сауд» Оксфордского Университета, а Женевьев Вердье — экономист Института МВФ.

Statement of Ownership, Management, and Circulation required by 39 USC 3685.

1. Title: *Finance & Development*. 2. Publication No. 123-250. 3. Date of filing: January 8, 2009. 4. Frequency: Quarterly. 5. Number of issues published annually: four. 6. Annual subscription price: NA. 7/8. Complete mailing address of known office of publication/publisher: *Finance & Development*, International Monetary Fund, 700 19th Street, N.W., Washington, DC 20431. 9. Full names and complete mailing address of the headquarters of general business offices of the publisher and editor: International Monetary Fund, Washington, DC

20431; Editor-in-Chief: Jeremy Clift, same address.

10. Owner: International Monetary Fund, 700 19th Street, N.W., Washington, DC 20431. 11. Known bondholders, mortgagees, and other security holders owning or holding 1 percent or more of the total amount of bonds, mortgages, or other securities: None. 12. Tax status: has not changed during preceding 12 months. 13. Publication title: *Finance & Development*. 14. Issue date for circulation data below: December 2008.

15. Extent and nature of circulation	Average no. of copies each issue in preceding 12 months	Actual no. of copies of single issue published nearest to filing date (December 2008)
A. Total number of copies	26,238	18,050
B. Legitimate paid and/or requested distribution	7,366	3,371
C. Total paid and/or requested circulation	7,366	3,371
D. Nonrequested copies	8,458	9,467
E. Nonrequested copies distributed through the USPS by other classes of mail	679	0
F. Nonrequested copies distributed outside the mail	9,735	5,212
G. Total nonrequested distribution (sum of D, E, and F)	18,872	14,679
H. Total distribution (sum of C, D, E, and F)	26,238	18,050
I. Copies not distributed	9,735	5,212
J. Total (sum of H and I)	35,973	23,262
Percent paid and/or requested circulation	44.63	26.26

I certify that the statements made by me above are correct and complete.
Jeremy Clift, Editor-in-Chief

Небольшие шаги

Тонкое равновесие в развитии финансовых рынков малых стран: выигрыши с определенной долей реализма

Марк Стоун и Сейичи Шимицу

ФИНАНСОВЫЕ рынки в малых странах теоретически могут принести важные выгоды. К их числу относятся: более эффективная денежно-кредитная и налогово-бюджетная политика, большая степень передачи риска, увеличение корпоративного финансирования и усиление интеграции в мировую экономику. Но основы для анализа того, что требуется для развития финансовых рынков в малых странах, являются ограниченными, так как в межстрановых исследованиях до настоящего времени основное внимание уделялось развитию финансовых рынков в странах с развитой экономикой и странах с формирующимся рынком. Кроме того, меры политики, необходимые для развития финансовых рынков в малых странах, как правило, специфичны для каждой отдельной страны, так как малые страны существенно отличаются друг от друга (см. вставку).

В настоящей статье рассматривается этот аналитический разрыв и предлагаются меры политики, направленные на развитие «основных» финансовых рынков (валютного рынка, денежного рынка, рынка государственных ценных бумаг и фондового рынка) в малых странах. Эти рынки имеют существенное значение, так как они обеспечивают самый базовый уровень финансовых услуг. В настоящей статье также излагается последовательность шагов, которой могут придерживаться малые страны, хотя признается, что универсальный подход не эффективен для этих стран.

Неемкие рынки

Финансовые рынки в малых странах обычно меньше по размерам и предоставляют более узкий набор услуг по сравнению с рынками в более крупных странах. Валютные рынки в малых странах характеризуются значительно меньшим оборотом по сравнению со странами с формирующимся рынком, и менее 50 процентов из них проводят форвардные операции (покупка или продажа валюты в будущем по заранее установленному обменному курсу). Денежные рынки являются узкими, и на большинстве из них преобладают межбанковские наличные операции «овернайт». Лишь в 25 процентах малых стран имеются вторичные рынки государственных ценных бумаг, достаточно развитые для того, чтобы привлечь к участию иностранные финансовые организации. Только в 40 процентах малых стран вообще существует фондовая биржа, и объем трейдинга на многих из этих бирж настолько низок, что его влияние на экономику минимально. Региональная интеграция до настоящего момента лишь частично обеспечивала углубление рынков. Тем не менее имеются положительные примеры, и в некоторых малых странах (Хорватии и Иордании) существуют относительно развитые рынки, которые приносят многочисленные выгоды.

Почему финансовые рынки в малых странах недостаточно развиты? Многие малые страны имеют внутренние пре-



Служащий отмечает цены на фондовой бирже в Мбабане, Свазиленд.

пятствия, которые в большинстве своем неподконтрольны директивным органам. Банки являются стержнем рыночного развития, так как они являются главными участниками большинства финансовых рынков. Однако в малых странах банковский сектор невелик и неконкурентоспособен: среднее число банков составляет шесть и, как правило, банковский сектор состоит из еще меньшего числа банков. Недостаточно диверсифицированная рыночная экономика также ограничивает возможности для передачи риска. Современная инфраструктура и развитое регулирование могут не окупать себя, учитывая малые масштабы экономики. Еще одним внутренним препятствием является низкое число и малый размер компаний.

Меры экономической политики могут помочь преодолеть эти препятствия развитию рынка. Избыточная ликвидность в банковском секторе, которая переносит центр тяжести денежного рынка на сторону продажи для всех банков, и долларизация, которая сокращает масштабы финансовых операций в национальной валюте, могут преодолеваются при помощи соответствующих мер политики, осуществляемых в течение длительного времени. Институциональные ограничения, такие как ограниченное число участников финансового рынка, и слабая практика раскрытия финансовой информации, могут ослабляться в среднесрочной перспективе. Развитие рынка может затрудняться и жесткостью политики в условиях прямого контроля властей, а также недостатком политической воли и наличием групп особых интересов, которым развитие рынка было бы невыгодно.

Какие страны являются малыми?

Малые страны определяются здесь как страны, у которых ВВП и ВВП на душу населения ниже определенного порогового значения, что может рассматриваться как ограничение для потенциального развития их финансовых рынков. Обзор основной информации о финансовых рынках позволяет предположить, что большинство стран, ВВП которых ниже порогового значения в 40 млрд долларов США, а ВВП на душу населения — ниже 10 000 долларов США, имеют относительно слабо развитые финансовые рынки и во многих случаях вообще не имеют рынков.

На долю малых стран приходится 2 процента мирового ВВП; их общая численность населения составляет 960 млн человек, или 15 процентов общей численности мирового населения. Малые страны охватывают широкий круг стран. В ряде малых стран имеются отдельные развитые рынки, и они либо входят в группу стран с формирующимся рынком, либо имеют возможность для этого. На другом краю спектра находится 36 малых стран с населением менее 1 млн человек, что указывает на труднодостижимость экономии на масштабе.

Что срабатывает, а что — нет

Каким образом малые страны могут извлечь пользу из содействия развитию финансовых рынков? Многие можно уяснить на основе опыта отдельных стран, межстрановых сопоставлений и работы, проделанной в МВФ и других организациях.

По мере углубления рынка основные движущие силы развития **валютного рынка** смещаются от центрального банка и правительства к участникам рынка. На ранних этапах правительство устраняет препятствия, такие как требования об обязательной продаже валютной выручки и жесткие меры контроля за капиталом (Уганда). Следующий шаг состоит в переориентации роли центрального банка с ограничения рынка на поддержку рынка, как в бывшей югославской республике Македонии. Это влечет за собой уменьшение прямого контроля центрального банка за рыночными потоками, создание благоприятствующего развитию рынка механизма торговли, полную передачу функции маркет-мейкера рынку и создание условий для рыночных валютных операций. Последняя стадия представляет собой изменение, определяемое рынком, а роль властей в основном ограничивается пруденциальной поддержкой (Сербия).

Развитие **денежных рынков и рынков государственных ценных бумаг** должно осуществляться совместно, так как банки, как правило, доминируют на обоих этих рынках, они обычно поддерживаются одной и той же инфраструктурой и имеют общую роль в денежно-кредитной политике и операциях. В центре внимания политики на стадии первоначального развития рынка, которая связана в основном с межбанковскими депозитами, обычно находятся государственные меры по устранению препятствий и развитию банковской системы, как в Ботсване. После начала регулярных торгов ценными бумагами центральный банк в тесном сотрудничестве с органами государственного управления и участниками рынка может способствовать развитию, перейдя к проведению поддерживающих рынок денежно-кредитных операций (Тунис), таких как РЕПО, и поддерживающему рынок бюджетному финансированию, например, регулируемым рынком аукционных казначейских векселей (Сербия). Сами участники рынка принимают ведущую роль в работе официальных и развитых рынков, а государственные учреждения предпринимают совместные действия по обеспечению системной стабильности.

Рынки акций несколько отличаются от других основных финансовых рынков в том, что сами участники рынка играют более значительную ведущую роль, а меры государственной политики охватывают более широкий диапазон. Для малых стран, не имеющих активной фондовой биржи, основная проблема заключается в создании альтернативных источников корпоративного финансирования. По мере формирования регулярных торгов меры политики должны ориентироваться на организации и базовое корпоративное управление, как в Маврикии, Кении и Хорватии. Наконец, в развитии емких и активных вторичных рынков ведущую роль играют сами участники рынка, а различные государственные учреждения занимаются улучшением представления информации и содействием рыночной стабильности (Иордания, Шри-Ланка и Ямайка).

Региональная интеграция несет в себе возможность для преодоления некоторых препятствий развитию рынка путем снижения отрицательных эффектов от увеличения масштаба, но накопленный до настоящего момента опыт был неоднозначным. Представляется, что общими предпосылками для успешной интеграции являются региональные экономические и политические связи, развитый и интегрированный банковский сектор, уже существующие внутренние рынки и политическая поддержка для преодоления особых интересов. В общем случае региональная интеграция должна дополнять

внутренние рынки, а не заменять их. Успешная региональная интеграция в большинстве случаев определялась рынком и включала рынки акций (государства Балтии). Государственное вмешательство может быть эффективным в тех случаях, когда интересы отдельных участников рынка вступают в конфликт с рыночной интеграцией. Присоединение к существующему региональному рынку, который уже реализовал необходимые эффекты экономии от увеличения масштаба, может быть более целесообразным, чем попытка интегрировать небольшие рынки разных стран.

Полученные уроки

Главнейший урок заключается в том, что политика развития рынка должна быть реалистической и соответствовать зачастую весьма своеобразным условиям малых стран. Эффективное проведение такой политики может включать три элемента. Во-первых, жизнеспособным должен считаться более активный рынок, то есть должно существовать достаточное количество участников для формирования обеих сторон рынка на постоянной основе. Во-вторых, следует полагать, что общие выгоды от реализуемого развития рынка в долгосрочной перспективе перевешивают издержки для государственного сектора. Для многих малых стран альтернативные издержки, связанные с затратами дефицитных государственных финансовых и человеческих ресурсов на развитие, могут быть высокими. Наконец, при разработке политики необходимо полностью учитывать любые потенциальные последствия более активного для системной финансовой стабильности.

Что можно сказать об альтернативах финансовым рынкам, если потенциал развития является ограниченным или сопряжен с риском? Полноценное использование возможностей банковского сектора может помочь компенсировать отсутствие развитых рынков. Например, банки могут предлагать денежные средства и валютные продукты для оказания корпорациям содействия в регулировании ликвидности. Меры государственной политики, способствующие рыночному банковскому кредитованию, могут компенсировать недостаток финансирования за счет акционерного капитала. Состоятельные физические лица и небольшие группы специализированных инвесторов являются альтернативными источниками корпоративного финансирования, которому могут способствовать меры государственной политики.

Наконец, должны ли текущие финансовые потрясения заставлять пересмотреть роль финансовых рынков в малых странах? Представляется, что до сих пор влияние стресса на глобальных рынках, которые функционируют посредством финансовых связей, было умеренным, в основном благодаря относительно небольшой роли потоков частного капитала в эти страны. Кроме того, финансовые организации в небольших странах не покупали токсичные активы, которые были одной из причин стресса в странах с развитой экономикой и многих странах с формирующимся рынком. Поэтому представляется, что текущие проблемы в странах с развитой экономикой и многих странах с формирующимся рынком не изменяют общие аргументы в пользу развития рынков и малых странах. Малым странам, вероятно лучше всего придерживаться базовых подходов и максимально использовать свой собственный рыночный потенциал. ■

Марк Стоун — заместитель начальника отдела, а Сейичи Шимицу — старший экономист в Департаменте денежно-кредитных систем и рынков капитала МВФ.

Настоящая статья основана на документе “Developing Essential Financial Markets in Smaller Economies: Stylized Facts and Policy Options”, IMF Occasional Paper 265 (Washington, 2009).



Что такое рецессия?

Стийн Классенс и М. Эйхан Коуз

ВОТ уже больше года не проходит и дня, чтобы мы не узнавали плохие новости об экономике США, Европы или Японии. Безработица растет, прибыль компаний падает, финансовые рынки в беспорядке, а сектор жилья рушится. Существует ли единое слово для описания этих событий? Да, существует — «рецессия».

Происходящий в настоящее время глобальный финансовый кризис сопровождается рецессией во многих странах. Эта тенденция согласуется с данными за прошлые периоды. Синхронизированные рецессии наблюдались в странах с развитой экономикой несколько раз за последние четыре десятилетия: в середине 1970-х годов, в начале 1980-х годов, в начале 1990-х и в начале 2000-х годов. Поскольку США являются крупнейшей экономикой в мире и имеют широкие торговые и финансовые связи со многими другими странами, большинство этих эпизодов синхронизированных глобальных рецессий совпадает также с рецессиями в США.

Хотя рецессии в США с течением времени становились менее острыми, текущая рецессия, по всей вероятности, изменит эту тенденцию. Она продолжается уже 16 месяцев, сопровождается резкими снижениями потребления и инвестиций, и может стать одной из самых долгих и глубоких рецессий со времени Великой депрессии 1930-х годов.

Что называется рецессией

Официального определения рецессии нет, но существует общее понимание того, что этот термин относится к периоду спада экономической активности. Очень короткие периоды спада не считаются рецессиями. Большинство комментаторов и аналитиков используют, в качестве практического определения рецессии, два последовательных квартала сокращения реального (скорректированного с учетом инфляции) валового внутреннего продукта (ВВП) страны, то есть стоимости всех товаров и услуг, производимых в стране (см. «Возвращение к основам», «Ф&Р», декабрь 2008 года). Хотя это определение служит полезным эмпирическим правилом, у него есть недостатки. Угол зрения, в центре которого находится ВВП, является узким, и часто бывает полезнее рассмотреть более широкий набор показателей экономической деятельности, чтобы определить, действительно ли данная страна переживает рецессию. Использование других показателей также обеспечивает более своевременную оценку состояния экономики.

Национальное бюро экономических исследований (НБЭИ), частная исследовательская организация, которая ведет хро-

нологию начальных и конечных дат рецессий в США, использует более широкое определение и рассматривает ряд показателей для определения дат рецессий. Комитет по определению дат экономических циклов НБЭИ определяет рецессию как «значительное снижение экономической активности, распространенное по всей экономике и продолжающееся больше нескольких месяцев, которое, как правило, наблюдается в производстве, занятости, реальных доходах, а также на основе других показателей. Рецессия начинается тогда, когда экономика достигает пика активности, и заканчивается тогда, когда экономика достигает нижней точки». В соответствии с этим определением комитет сосредоточивает внимание на комплексном наборе показателей, включая не только ВВП, но и занятость, доходы, продажи и объем промышленного производства, для анализа тенденций экономической деятельности.

Хотя экономика может подавать признаки ослабления за несколько месяцев до начала рецессии, процесс определения того, действительно ли страна находится в состоянии рецессии (или нет), часто требует времени. Например, комитету НБЭИ потребовался год, чтобы объявить, что текущая рецессия в США началась в декабре 2007 года. Это понятно, так как процесс принятия решения включает установление факта широкого снижения экономической активности в течение продолжительного периода времени после составления и тщательного анализа большого числа переменных, которые нередко подвергаются пересмотру после их первоначального объявления. Кроме того, различные показатели экономической активности могут демонстрировать противоречивые тенденции, что затрудняет определить, что действительно ли страна переживает ширококомасштабное снижение экономической активности.

Почему происходят рецессии?

Определение источников рецессий является одной из давних областей экономических исследований. Существует целый ряд причин возникновения рецессий. Некоторые связаны с резкими изменениями цен на вводимые ресурсы, используемые в производстве товаров и услуг. Например, одним из предвестников наступающей рецессии может быть резкое повышение цен на нефть. Удорожание энергоресурсов вызывает повышение общего уровня цен, что приводит к снижению совокупного спроса. Рецессия также может быть вызвана решением страны снизить инфляцию путем проведения политики

сокращения денежной массы или бюджетных расходов. Такие меры, если они чрезмерны, могут привести к снижению спроса на товары и услуги и, в конечном счете, к рецессии.

Некоторые рецессии, включая текущую, коренятся в проблемах финансового рынка. Резкое повышение цен на активы и быстрое расширение кредита часто совпадает с быстрым накоплением долга. По мере того, как долг корпораций и домашних хозяйств растет и им становится трудно выполнять свои долговые обязательства, они сокращают инвестиции и потребление, что, в свою очередь, приводит к снижению экономической активности. Не все такие кредитные бумы заканчиваются рецессиями, но когда это происходит, эти рецессии часто обходятся дороже, чем другие. Рецессии могут быть результатом сокращения внешнего спроса, особенно в странах, имеющих сильный экспортный сектор. Негативные последствия рецессий в крупных странах, таких как Германия, США и Япония, быстро начинают ощущаться их партнерами по региональной торговле, особенно во время синхронизированных в глобальном масштабе рецессий.

Поскольку рецессии могут иметь много причин, предсказать их сложно. Связанные с рецессиями закономерности поведения многочисленных экономических переменных, включая объем кредита, цены на активы и уровень безработицы, документально установлены, но хотя они могут быть причиной рецессий, они также могут быть их результатом, — или, на языке экономической теории, являться эндогенными по отношению к рецессиям. Даже при том что экономисты используют большой набор переменных для прогнозирования будущей динамики экономической активности, ни одна из них не позволяет с уверенностью предсказать, произойдет ли рецессия. Изменения некоторых переменных, таких как цены на активы, уровень безработицы, определенные процентные ставки и потребительская уверенность, по-видимому, являются полезными для прогнозирования рецессий, но экономистам по-прежнему не удается предсказать значительную долю рецессий, не говоря уже о степени их серьезности с точки зрения продолжительности и размаха (см. «Представьте себе», *Ф&Р*, декабрь 2008 года).

Рецессии происходят нечасто, но обходятся дорого

За период с 1960 по 2007 год произошло в среднем 122 полных рецессии в 21 стране с развитой экономикой. Хотя эта цифра кажется большой, рецессии происходят нечасто. Действительно, доля времени, приходящегося на рецессии (измеряе-

мая процентной долей кварталов, в течение которых страна находилась в состоянии рецессии, по отношению ко всему периоду выборки), как правило, составляла 10 процентов. Хотя каждая рецессия имеет своеобразные черты, нередко рецессии демонстрируют ряд общих характеристик.

- Они обычно продолжаются примерно год и часто приводят к значительному сокращению объема производства. В частности, рецессия обычно ассоциируется с сокращением ВВП на 2 процента (см. рисунок). В случае тяжелых рецессий сокращение объема производства, как правило, приближается к 5 процентам.

- Снижение потребления часто невелико, но промышленное производство и инвестиции сокращаются значительно больше, чем ВВП.

- Как правило, рецессии частично совпадают с падением международной торговли и экспорта, а в периоды замедления активности происходит особенно резкое сокращения импорта.

- Уровень безработицы почти всегда резко повышается, а инфляция немного снижается в связи с сокращением общего спроса на товары и услуги. Наряду с уменьшением стоимости жилья и акционерного капитала, рецессии, как правило, связаны с потрясениями на финансовых рынках.

Что можно сказать по поводу депрессии?

Текущая рецессия в США является восьмой по счету рецессией, переживаемой страной с 1960 года. За этот период рецессии в США, как правило, продолжались примерно 11 месяцев, причем самые долгие (в 1973 и 1981 году) продолжались 16 месяцев, а самая короткая (в 1980 году) — восемь месяцев. Сокращение объема производства с пикового до низшего уровня составляло в среднем 1,7 процента, причем наихудшая рецессия (в 1973 году) привела к сокращению объема производства на несколько больше, чем 3 процента. Хотя инвестиции и объем промышленного производства сокращались во время каждой рецессии, сокращение производства было зарегистрировано всего в трех случаях.

Один из вопросов, который иногда задается, состоит в том, насколько текущую рецессию можно уподобить депрессии, особенно Великой депрессии 1930-х годов. Формального определения депрессии не существует, но большинство аналитиков считает, что депрессия — это исключительно тяжелая рецессия, при которой сокращение ВВП превышает 10 процентов. С 1960 года в странах с развитой экономикой наблюдалось лишь небольшое число эпизодов депрессий. Самая последняя произошла в начале 1990-х годов в Финляндии, где было зарегистрировано сокращение ВВП примерно на 14 процентов. Эта депрессия совпала с распадом Советского Союза, крупного торгового партнера Финляндии. Во время Великой депрессии объем экономики США сократился примерно на 30 процентов за четыре года. Хотя текущая рецессия, очевидно, является тяжелой, до настоящего момента объем производства сократился значительно меньше, чем при Великой депрессии. ■

Стийн Классенс — заместитель директора, а М. Эйхан Коуз — старший экономист в Исследовательском департаменте МВФ.

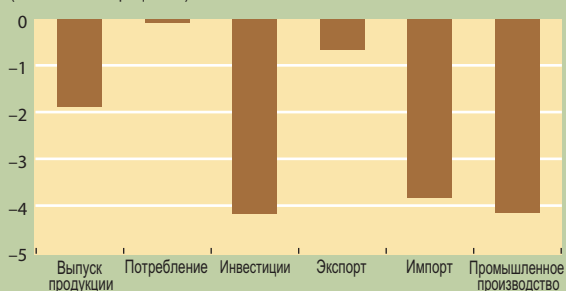
Рекомендуемая дополнительная литература:

Claesens, Stijn, M. Ayhan Kose, and Marco Terrones, 2008, "What Happens During Recessions, Crunches, and Busts?" IMF Working Paper 08/274 (Washington: International Monetary Fund).

———, forthcoming, "American Recessions: Domestic and Global Implications" IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).

Рецессии обходятся дорого

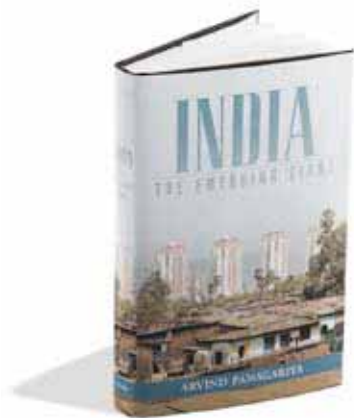
Они характеризуются существенным сокращением объема производства (реального валового внутреннего продукта), инвестиций, импорта и промышленного производства, тогда как сокращение потребления имеет меньшие масштабы¹. (Изменение в процентах)



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

¹За период с 1960 по 2007 год произошло в среднем 122 рецессии в 21 стране с развитой экономикой.

Разоблачение чуда



Arvind Panagariya

India: The Emerging Giant

Oxford University Press, Oxford and New York, 2008, 545 pp., \$39.95 (cloth).

Арвинд Панагария написал, вероятно, лучшую всеобъемлющую, современную и доступную книгу по экономике Индии. В ее основе лежат аналитические материалы ведущего экономиста по международной торговле, но в то же время она наполнена полезными объективными сведениями. Она охватывает всесторонний круг вопросов, но при этом отдельные элементы книги увязаны в единое целое. Это отличная работа в области прикладной экономики, которая также учитывает политэкономическую ситуацию в Индии. В ней содержатся жесткие выводы по вопросам экономической политики: Панагария без колебаний критикует тех, с кем он не согласен, и делает он это, прочно опираясь как на аналитические доводы, так и на подробные фактические данные. И хотя книга была написана до начала текущего глобального экономического кризиса, ее основополагающие выводы по-прежнему являются не менее актуальными.

Успех мировой экономики «Голдилокс», который характеризовался высоким ростом с низкой инфляцией и закончился в 2007–2008 годах, поощрял рассуждения об «индийском чуде», а вместе с ними и ошибочный диагноз кажущихся недавних экономических успехов Индии. Застрельщики «индийского чуда» рисуют невероятно красочную картину экономики Индии. Она имеет мало общего с индийской действительностью.

Одним из аспектов «индийского чуда», под который подводится определенная научная база некоторыми профес-

Арчана Кумар — редактор Книжного обозрения.

сорами бизнес-школ и учеными-экономистами, является тезис о том, что Индия прокладывает собственный успешный путь к развитию, в отличие от традиционного, основанного на сравнительных преимуществах пути развития Китая и других индустриальных стран Азии. Наиболее яркие сторонники этой теории утверждают, что локомотивами экономического роста Индии служат ее сектора высококачественных услуг и теперь уже обрабатывающей промышленности с их глобализирующими и опережающими весь мир компаниями. Дани Родрик и Арвинд Субраманиан продвинулись еще дальше: они полагают, что определенные заслуги в формировании основы текущих экономических успехов принадлежат директивной политике прошлого и принижают роль рыночных реформ в период после 1991 года в обеспечении более высоких экономических показателей.

Панагария напрямую критикует эти доводы. Он указывает на катастрофическую экономическую политику Индиры Ганди (с середины 1960-х по начало 1980-х годов), которая повернула Индию спиной к ее сравнительным преимуществам в трудоемких отраслях и укоренила деструктивные принципы, от которых до сих пор трудно избавиться (не в последнюю очередь на рынках труда). Он также воздает должное рыночным реформам, причем не только в периоды их активного осуществления в 1991–1993 и 1998–2004 годах, но и в конце 1980-х годов.

Пробелы в реформах

Через всю книгу красной нитью проходит критический анализ динамики экономического роста Индии и статистики отсутствия роста. Превознесенные успехи в сфере услуг, основанные на информационной технологии, а также в определенных сегментах обрабатывающей промышленности являются отрадными. Но это лишь одна высокооплачиваемая капиталом или трудоемкая капля в низкооплачиваемом, низкоквалифицированном океане рабочей силы Индии. Именно этот богатый океан рабочей силы должен был бы определять экономический рост Индии, но этого не происходит. Сельское хозяйство переживает застой, и его развитие тормозят не только крайне высокий внешний протекционизм, но и, в еще большей степени, драконовские внутренние ограничения, которые ведут к фрагментации внутреннего рынка. Сектора неэкспортных услуг, в которых имеется большой потенциал для создания рабочих мест, также находятся под прессом внутрен-

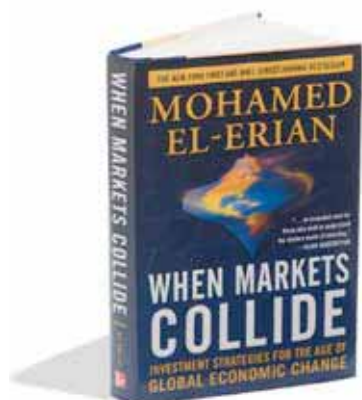
них ограничений. Основные сектора услуг (например, банковские и страховые услуги, розничная торговля) также страдают от внешнего протекционизма. И, что особенно важно, значительный разрыв в развитии наблюдается в обрабатывающей промышленности Индии, в которой всевозможные нормативные акты на национальном уровне и уровне штатов словно нарочно стоят на пути трудоемкого промышленного производства. Панагария не сомневается в том, что Индии нужна своя промышленная революция, для того чтобы она смогла выбраться из бедности. Это означает, что необходимо привлечь бедных людей в сельской местности к (изначально) низкооплачиваемой работе в массовом производстве. Это именно то, что сделали страны Восточной Азии. Но не Индия.

Тем не менее Панагария оптимистически относится к Индии как к новому восходящему гиганту. Он полагает, что существует импульс к продолжению рыночных реформ, что они будут расширяться и углубляться и что экономические показатели Индии приблизятся к своему потенциалу на благо более широких слоев ее населения.

Я не могу сказать, что полностью разделяю такой оптимизм, и для этого есть три причины. Во-первых, окончание периода «Голдилокс» мировой экономики высветило недостаток реформ в Индии и хрупкий фундамент ее экономического роста. Во-вторых, Индия в настоящее время платит цену за то, что с 2004 года ее правительство не проводило никаких реформ. В-третьих, и это наиболее важно, индийское государство во главе с его политико-бюрократической элитой, остается нероформированным. Действительно, государственные институты только ухудшились как на национальном уровне, так и на уровне штатов. Согласно Аруну Шури, бывшему министру и ведущему индийскому комментатору, отступление Индии вспять как государства, «изъеденного термитами», не сравнимо с ее поступательным движением, возглавляемым городскими профессионалами в частном секторе; первое будет тянуть назад последнее. Это еще предстоит увидеть. Однако вывод заключается в том, что крайне необходимые рыночные реформы не могут продолжать обходить стороной реформу самого государства. В политическом аспекте это будет самый твердый орешек.

Рагин Сэлли
директор Европейского центра
международной политэкономии
в Брюсселе.

Как мы сюда попали



Mohamed El-Erian

When Markets Collide

Investment Strategies for the Age of Global Economic Change

McGraw-Hill, New York, 2008, 304 pp., \$27.95 (cloth).

Современная, информативная и легкая в чтении, эта книга сочетает в себе многогранный анализ структурной трансформации в глобальной экономике и план действий для участников рынка и разработчиков политики. Избранный автором подход отражает его обширный опыт: он занимает пост сопредседателя PIMCO — ведущей компании, которая управляет крупнейшими облигационными фондами в мире, — был президентом Harvard Management Company, а также является высокопоставленным сотрудником МВФ.

Книга начинается с краткого и ясного изложения существующих аномалий и загадок, представляя читателю своего рода «моментальный снимок» симптомов трансформации, включая известную головоломку процентных ставок, — долгосрочные процентные ставки в Соединенных Штатах падают даже при ужесточении денежно-кредитной политики. В книге изучаются базовые причины этих симптомов: глубокие изменения масштабов и каналов взаимодействия промышленно развитых стран и стран с формирующимся рынком и огромное расширение операций финансовых рынков. Эти факторы, в свою очередь, существенно влияют на то, как нам следует оценивать изменения на рынках, инвестиционные решения и ответные меры политики.

Автор убедительно доказывает, что мы не должны игнорировать аномалии и информацию, которую они в себе содержат, поскольку они указывают на базовые изменения структур риска и

прибыли. В книге предлагается системная основа для признания и понимания аномалий и поворотных моментов и объясняется, почему трудно искать сигналы на общем шумовом фоне. Автор пользуется методами бихевиоризма и неврологии, чтобы пояснить нашу общую неспособность понять редкие события, несмотря на их чрезвычайное воздействие. Этот анализ хорошо иллюстрирует суть изречения Кейнса о том, что «трудность заключается не столько в выработке новых идей, сколько в отказе от старых». В книге приводится ряд конкретных шагов для отделения сигналов от шума.

Эль-Эриан пользуется этой основой для изучения общей перестройки глобальной системы: уже недостаточно оценить только события в крупных промышленно развитых странах. Роль стран с формирующимся рынком также является крайне важной. Более того, основные экономические показатели испытывают влияние беспрецедентных трансграничных потоков капитала, а также быстрого распространения новых продуктов и инструментов, новых участников финансового рынка и новых пулов капитала, таких как национальные фонды накопления богатства. Словом, источники глобальной активности стали более диверсифицированными, а диапазон инвестируемых фондов — более широким. Автор иллюстрирует фактические и предполагаемые изменения факторов, влияющих на ключевые переменные, таких как рост, торговля, ценообразование и потоки капитала, которые скажутся на подходах участников рынка.

Дисциплинируя инвесторов

Автор рассуждает о том, какую позицию следует занять участникам рынка, чтобы извлечь выгоды из положительных аспектов и преодолеть отрицательные моменты, а также о том, каким должен быть план распределения активов, соответствующий перспективному реальным, но обеспечивающий при этом защиту портфеля. Он шаг за шагом знакомит читателя с дисциплинированным процессом распределения активов. Он утверждает, что инвесторы должны принять на себя большую ответственность за управление риском, чем в прошлом, и обсуждает необходимость частого мониторинга чувствительности портфеля к ключевым факторам рыночного риска. (В книге содержится интересное обсуждение рисков больших отклонений и «пари Паскаля» — небольшой вероятности события, имеющего огромные последствия, — и их

значения для покупки страхования рисков больших отклонений).

Что касается вопросов политики, то автор утверждает, что преобразования ослабляют эффективность традиционных подходов и инструментов и подрывают информационное содержание традиционных индикаторов. Это указывает на необходимые изменения в традиционных подходах. Автор представляет конкретный план действий для многосторонних учреждений, таких как Международный Валютный Фонд, который позволит устойчиво повысить их роль.

Учитывая происходящую трансформацию и те неопределенности, которые «невообразимым образом меняют конфигурацию рисков и прибыли», материалы книги служат мощной аналитической основой для «прокладки курса» сквозь чашу недавних и текущих перемен. Доказательством тому служит то обстоятельство, что книга вышла в начале 2008 года и ее предсказания оказались вполне верными. Автор предупреждал об опасности возрастающего риска в результате беспрецедентного привлечения заемных средств и сокращения регулирования, что, в свою очередь, отражало борьбу за высокие доходы, а также риска серьезных провалов и потрясений на рынке в результате неприемлемого поведения инвесторов и посредников. Скорость, с которой кризис углубился и распространился, особенно после банкротства Lehman Brothers, подтверждает анализируемые в книге взаимосвязи, равно как и признание того, что глубина глобального спада будет зависеть от степени стабилизации банковского сектора и финансовых рынков в краткосрочной перспективе. В книге также, очевидно, были предсказаны ограниченные возможности разработчиков политики в таких условиях и нарастающее влияние потенциальных ошибок в политике.

Словом, эта книга должна быть обязательной к прочтению в текущих беспрецедентных условиях для понимания того, где мы находимся, как мы туда попали и в какую сторону мы движемся.

*Манмохан С. Кумар
заместитель директора
Департамента по бюджетным
вопросам МВФ*



Долг Латинской Америки

Более низкие коэффициенты внешнего долга помогают Латинской Америке лучше выдерживать глобальный кризис

ЗА ПОСЛЕДНИЕ пять лет внешний долг увеличился во многих странах, особенно в Европе. Но в Латинской Америке внешний долг в процентах ВВП значительно сократился, согласно данным МВФ и Всемирного банка. Внешний долг — сумма, которую должны резидентам страны, — уменьшился по 10 странам Латинской Америки в среднем с 59 процентов ВВП в 2003 году до 32 процентов в 2008 году.

Но это не означает, что Латинская Америка защищена от текущего кризиса. Как и другие регионы, Латинская Америка сталкивается с множеством проблем, но в обстановке глобальной финансовой напряженности наличие сниженных коэффициентов внешнего долга является одним из факторов, укрепляющих устойчивость этого региона по отношению к текущему кризису.

Структура внешнего долга. В Европе и Азии значительная часть внешнего долга приходится на банки. В 2008 году доля внешних займов банков в Европе составляла 54 процента, а в Азии — 45 процентов. Напротив, в Латинской Америке долговые обязательства банков составляют относительно небольшую долю (16 процентов), а доли внешних долговых обязательств правительств и небанковского частного и государственного секторов больше, чем в Европе и Азии.

Сведения о базе данных по внешнему долгу

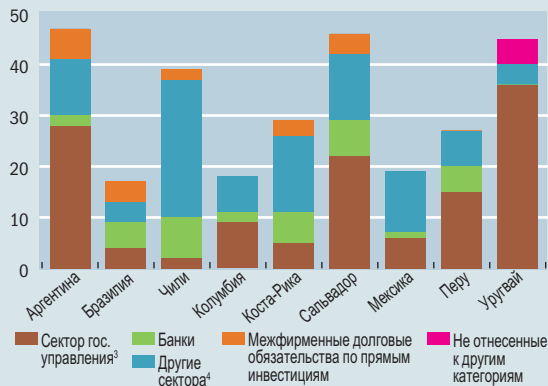
Большинство данных поступает из базы данных квартальной статистики внешнего долга (КСВД), разработанной совместно МВФ и Всемирным банком в 2004 году, в основном для стран, присоединившихся к Специальному стандарту распространения данных (ССРД) МВФ. В настоящее время база данных КСВД включает детализированные данные о внешнем долге (по инструментам и срокам погашения, помимо других классификаций) по 58 странам, присоединившимся к ССРД. Ведется работа по расширению КСВД с включением в нее стран, участвующих в Общей системе распространения данных (ОСРД). По состоянию на февраль 2009 года, 40 стран согласились представлять данные для базы данных КСВД в ближайшем будущем. База данных размещается по адресу: www.worldbank.org/qeds.

Внешний долг Латинской Америки сократился с 59 процентов ВВП в 2003 году до 32 процентов ВВП в 2008 году.¹

	Совокупный долг (млн долларов)		Долг в процентах ВВП	
	Сентябрь 2008 года	Сентябрь 2008 года	Сентябрь 2008 года	Декабрь 2008 года
Аргентина ²	155,842	46	127	
Бразилия	272,966	16	43	
Чили	68,459	38	58	
Колумбия	45,525	18	48	
Коста-Рика	8,814	29	32	
Эквадор	17,752	32	59	
Сальвадор	10,369	47	57	
Мексика	211,904	19	23	
Перу	35,864	27	49	
Уругвай	12,494	44	98	

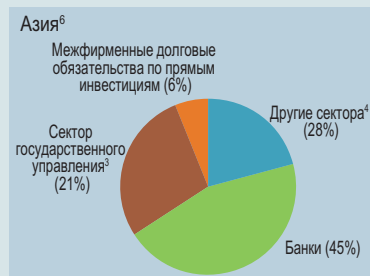
В Латинской Америке значительная часть долговых обязательств приходится на органы государственного управления и другие небанковские сектора¹.

(В процентах ВВП, 3-й кв. 2008 года)



В Европе и Азии значительная часть долговых обязательств приходится на банковский сектор.

(в процентах от совокупного внешнего долга, 3-й кв. 2008 года)



Источники: база данных квартальной статистики внешнего долга; официальные органы стран; МВФ, *International Financial Statistics*; МВФ, база данных издания «Перспективы развития мировой экономики» (ПРМЭ).
Примечание. Показатели ВВП за 2008 год основаны на оценках ПРМЭ.

¹Относится только к странам Латинской Америки, присоединившимся к ССРД (по Эквадору не имеется данных в разбивке по секторам).

²Включая долговые обязательства в размере 27,9 млрд долларов США, не представленные для обмена в ходе реструктуризации долга Аргентины в 2005 году.

³Включая органы денежно-кредитного регулирования.

⁴Включая небанковские финансовые корпорации, нефинансовые корпорации, домашние хозяйства и некоммерческие организации, обслуживающие домашние хозяйства.

⁵Данные по Европе включают 35 стран, присоединившихся к ССРД.

⁶Данные по Азии включают 10 стран, присоединившихся к ССРД.

Подготовили: Эдуардо Вальдивиа-Веларде и Лили Сео из Статистического департамента МВФ.

It's Easy to Subscribe to *Finance & Development*

If you wish to receive regularly one of the following five print editions of *Finance & Development*—English, Arabic, Chinese, French, and Spanish—there are several ways to place an order.

Online and RSS feed:

Visit us at www.imf.org/fandd

By fax:

Fax your order to (202) 623-7201

By e-mail:

E-mail us at publications@imf.org

By conventional mail:

Write to:

International Monetary Fund
 Publications Services
 PO Box 2245 Williston, VT 05495-2245 USA
 Telephone: (202) 623-7430

F&D is free to subscribers in developing countries. Subscribers in developed countries will be charged US\$20 for shipping and handling.



Please complete the information below:

Please choose F&D language edition: <input type="checkbox"/> English <input type="checkbox"/> French <input type="checkbox"/> Spanish <input type="checkbox"/> Arabic <input type="checkbox"/> Chinese	
Full Name:	Address:
Company/Institution Name:	
	City:
Telephone:	State/Province:
Fax:	Postal code/zip code:
E-mail:	Country:

Organizational affiliation – Please select one of the options below:

<input type="checkbox"/> Governmental	<input type="checkbox"/> International or Nongovernmental Organization
Educational <input type="checkbox"/> Faculty <input type="checkbox"/> Student	<input type="checkbox"/> News Media
<input type="checkbox"/> Other (please specify)	

Payment options (not required for subscribers from developing countries)

- Payment enclosed. Please make checks payable to International Monetary Fund.
 Please charge my credit card: Visa/MasterCard/American Express

Credit Card Number: _____ Expiration date: ____ / ____ / ____

Signature: _____ Order Date: _____

Due Diligence



PERSPECTIVE

Analyzing the complex chain of causes and effects

The IMF's *World Economic Outlook* (WEO) and *Global Financial Stability Report* (GFSR) offer comprehensive assessments of the current international economic situation and much-needed global perspective on the medium-term outlook.

See sample content of *World Economic Outlook* and *Global Financial Stability Report* at www.imf.org/external/pubind.htm

Subscribe today to these essential IMF publications at www.imfbookstore.org/WEO and www.imfbookstore.org/GFSR

Please use promotion code FD0903 during checkout.