



СКОЛКОВО
Московская школа управления

ОЦЕНКА РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКОВ В ПОСТКРИЗИСНЫЙ ПЕРИОД: НОВАЯ МЕТОДОЛОГИЯ

ИССЛЕДОВАНИЕ IEMS

Институт исследований развивающихся рынков

бизнес-школы СКОЛКОВО (IEMS)

Выпуск 13-09, Декабрь 2013

Содержание

I. Введение	2
II. Новые посткризисные условия: пять отличительных факторов развивающихся рынков	6
III. Анализ по сегментам	8
IV. Посткризисная оценка: победители и проигравшие среди стран с развивающимися рынками	20
V. Приложение	34

Автор:
Д-р Уильям Т. Уилсон, Старший научный сотрудник

Главный редактор:
Д-р Сеунг Хо «Сэм» Парк, Исполнительный директор

I. Введение

Глобальная рецессия 2008–2009 годов и продолжающийся финансовый кризис преобразили мировую экономику. Принято считать, что если развитые страны в результате кризиса явно стали гораздо слабее в экономическом и финансовом отношении, то страны с развивающимися рынками (РР) пережили кризис, понеся при этом небольшой косвенный ущерб. Но так ли это на самом деле? В данной работе утверждается, что пятилетний глобальный кризис (2007–2012 годов) оказался столь же разрушительным и для большей части стран с развивающимися рынками¹.

Для стран РР в целом минувшее десятилетие ознаменовалось беспрецедентным ростом экономики. После вялого развития в 1990-х годах, когда средний рост реального ВВП этих стран составлял лишь 3,7%, в 2000–2012 годах он в среднем взлетел до 6,2%². За тот же период незначительное, 1% превосходство в росте стран РР над развитыми странами превратилось в разрыв, достигший 4,4%³. Экономический подъем в странах РР носил повсеместный характер, при этом темпы роста варьировались от высоких 8,2% в Азии до низких, но все же вполне приемлимых 3,5% в Латинской Америке⁴.

Такое улучшение макроэкономических показателей отчасти можно объяснить структурными реформами, проведенными многими развивающимися странами после кризиса РР, который начался в 1997 году с финансового кризиса в Восточной Азии, а закончился в 2001 году суверенным дефолтом Аргентины.

Несмотря на то, что экономический рост, наблюдавшийся в последние 10 лет, в определенной степени можно отнести на счет либерализации экономики, по крайней мере

Система «Базель III» и другие режимы финансового регулирования обещают значительное ужесточение условий банковского кредитования в текущем десятилетии

отчасти всплеск этого роста был обусловлен совместным влиянием (как минимум) трех факторов, которые в ближайшее время вряд ли вновь сойдутся вместе.

Во-первых, большинство стран РР получили огромные выгоды от резкого и продолжительного роста цен на сырьевые товары. Крайне маловероятно, что в следующем десятилетии экспортеры сырьевых товаров смогут наслаждаться попутным ветром, хоть немного похожим на прежний.

Во-вторых, глобальные условия кредитования до кризиса были необычайно благоприятными как для развитых, так и для развивающихся стран. Это позволило потребителям и предприятиям привлекать больше заемных средств по выгодным ставкам. В результате уровни задолженности по потребительским кредитам в некоторых странах РР, таких как Бразилия и Россия, заметно возросли. К чести этих стран следует отметить, что широкомасштабное улучшение рейтингов суверенных долговых обязательств стран РР способствовало снижению стоимости заимствований, однако в ближайшие годы вряд ли стоит рассчитывать на столь же частое повышение этих рейтингов. К тому же рано или поздно

¹ В данной работе периодом кризиса считаются 2007–2012 годы, хотя на момент ее опубликования темпы роста мировой экономики по-прежнему были значительно ниже тренда, а финансовые трудности и процесс сокращения доли заемных средств отнюдь не закончились.

² Показатели 2012 года представляют собой прогнозы роста, подготовленные МВФ.

³ В действительности преимущество в росте стран РР начало увеличиваться в 2003 году. На протяжении указанного периода (2003–2012 годы) страны РР демонстрировали в среднем на 5% более высокие темпы роста.

⁴ В Центральной и Восточной Европе, регионе СНГ и Африке они в среднем составили 3,9%, 5,7% и 5,5% соответственно.

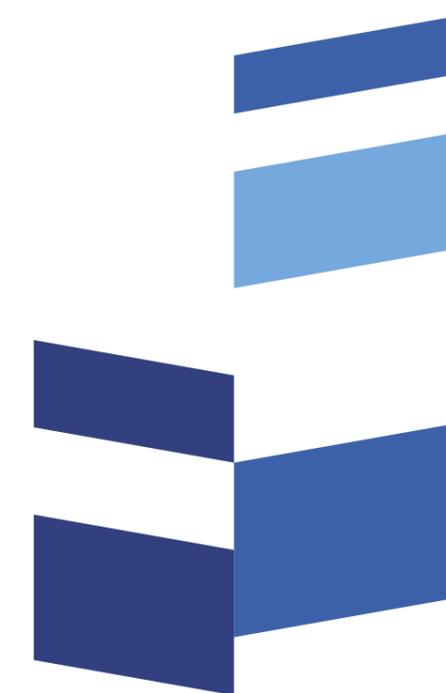
центральные банки большинства стран РР откажутся от проводившейся годами политики легких денег и сменят курс, чтобы остановить инфляцию и ухудшение условий кредитования. Система «Базель III» и другие режимы финансового регулирования обещают значительное ужесточение условий банковского кредитования в текущем десятилетии. Кроме того, на рынках акций стран РР в прошлом десятилетии наблюдался огромный прирост стоимостных оценок, которому отчасти способствовали притоки капитала из стран с развитой экономикой. И хотя это повышение стоимостной оценки акций уменьшило затраты фирм из стран РР на привлечение акционерного капитала, акции РР больше не считаются «дешевыми». Это означает, что в ближайшем будущем привлечение акционерного капитала может оказаться не такой простой задачей.

В-третьих, экономика развитых стран, важнейших получателей экспорта из стран РР, в 2003–2007 годы росла темпами в 2,7% по сравнению с очень вялыми 0,5% в период кризиса 2008–2012 годов. Процесс сокращения доли заемных средств и финансовый кризис далеки от завершения, поэтому ожидается, что экономический рост развитых стран в ближайшие два–три года сохранится на уровне ниже тренда, а это предвещает сокращение экспорта из стран РР⁵.

В случае отсутствия в предстоящие годы какого-либо из этих трех важных благоприятных факторов (или всех сразу) страны РР вряд ли получат такое же «бесплатное преимущество», каким они пользовались в прошлом десятилетии. Во всех странах с развивающимися рынками экономический рост, вероятно, замедлится (по сравнению с 2000-ми годами), а также станет гораздо более неравномерным по регионам и странам. Как следствие, для оценки прогресса, достигнутого странами с развивающимися рынками в периоды финансового кризиса и непосредственно после него, потребуются новый набор критериев. Естественно, факторы, способствовавшие росту стран РР в прошлом

десятилетия, могут возникнуть вновь, однако повторение описанной ситуации в кратко- и среднесрочной перспективах представляется маловероятным.

Новая методология, применяемая в настоящей работе, в общих чертах представлена в разделе II и подробно описана в разделе III. Раздел IV посвящен применению этой методологии для оценки некоторых крупных стран с развивающимися рынками.



⁵ Согласно оценкам IEMS, примерно три четверти экспорта из стран РР направляется в развитые страны.

II. Новые посткризисные условия: пять отличительных факторов развивающихся рынков

После начала финансового кризиса и в разгар глобальной рецессии стало очевидно, что многие развитые страны сталкиваются с огромным количеством проблем, на решение которых уходят годы. А что можно сказать о странах РР? Каково их положение и виды на будущее?

С учетом того что многие (если не все) движущие силы роста, названные в предыдущем разделе, в кратко- и среднесрочной перспективе будут отсутствовать, странам РР придется искать новые источники, позволяющие обеспечить экономический рост и повысить уровень жизни. Мы полагаем, что новый глобальный экономический порядок будут отличать пять движущих факторов экономики. Эти факторы в произвольной последовательности перечислены ниже.

- 1) *Технологическая адаптивность.* Появились первые доказательства того, что «цифровое неравенство» между развитыми и развивающимися странами после начала финансового кризиса стало стремительно сокращаться, при этом отчетливо видно, что некоторым РР, как в чехарде, удается обойти прежних лидеров за счет использования их достижений.
- 2) *Сырьевая зависимость.* Многие страны с развивающимися рынками относятся к категории экспортеров, зависящих от сырьевых товаров. Тенденция к повышению цен на рынке сырьевых товаров в прошлом десятилетии не имела исторических прецедентов и принесла огромную прибыль, которую вряд ли можно будет вновь получить в ближайшее время.
- 3) *Финансовая свобода.* Углубление финансовых рынков всегда было настоящей потребностью стран с развивающейся экономикой. К сожалению, принцип невмешательства государства в функционирование финансовых рынков в настоящее время, по видимому, не работает. Посткризисный режим регулирования угрожает подавить финансовую свободу, однако страны, которым

в этих условиях удастся провести либерализацию, получат огромные преимущества.

- 4) *Кредитное качество.* Финансовый кризис привел к ухудшению условий кредитования развитых стран, тем не менее страны с развивающимися рынками пережили его достаточно хорошо. Но не стало ли это «бесплатное преимущество» причиной, заставившей некоторые страны РР пренебречь своими внутренними финансами?
- 5) *Институциональная реформа.* Качество институтов страны всегда играло ключевую роль в экономическом развитии и борьбой с ловушкой среднего дохода. Поскольку благоприятные для стран РР факторы минувшего десятилетия практически исчезли, институты приобрели еще большее значение для поддержания экономического роста.

Почему мы выбрали именно эти пять факторов, отбросив все остальные? Во-первых, в настоящей работе утверждается, что совместное влияние факторов, которые были движущей силой экономического роста стран РР в последнем десятилетии, в ближайшем будущем по большей части прекратится. Во-вторых, за время затянувшегося финансово-экономического кризиса (худшего экономического спада за 80 лет) мировая экономика претерпела значительные структурные изменения. И хотя пять факторов, которые рассматриваются в данной работе, всегда были довольно важными движущими силами экономической активности, недавний кризис повысил их значимость. Иными словами, мы считаем, что в текущих глобальных экономических условиях эти пять стимулирующих факторов имеют наибольшее значение, и в течение последующих трех-пяти лет они будут играть самую важную роль в разграничении «победителей» и «проигравших» среди стран РР.

III. Анализ по сегментам

Технологическая адаптивность: преодоление цифрового неравенства

Одна из ключевых сфер, в которых затянувшийся финансовый кризис преобразует глобальный деловой ландшафт, — это изменение технологической адаптивности. Экономический спад ускорил внедрение ключевых технологий, таких как облачные вычисления, мобильные технологии и социальные медиа. Эти изменения трансформируют отрасли и порождают новую волну создания материальных благ, особенно в странах с развивающимися рынками.

Впервые создается впечатление, что цифровое неравенство исчезает. В современных условиях, когда экономическая сила быстро смещается на Восток, компании развивающегося мира, которые располагают большими денежными средствами, активно инвестируют в технологии, в то время как их западные

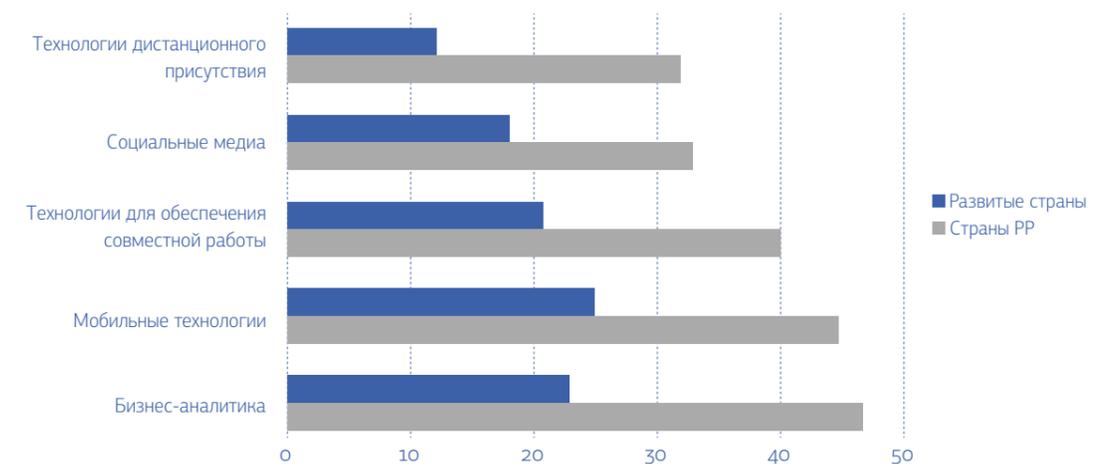
Впервые создается впечатление, что цифровое неравенство исчезает

коллеги вынуждены сокращать капитальные расходы на информационно-коммуникационные технологии (ИКТ)⁶.

Если судить по многим индикаторам ИКТ, фирмы в развивающихся странах проявляют более выраженную готовность к внедрению новых цифровых технологий по сравнению с аналогичными компаниями на Западе. Например, руководители в странах РР в последующие пять лет планируют увеличить капитальные расходы на мобильные технологии и бизнес-аналитику.

Согласно последним данным, процесс внедрения облачных вычислений — новейшей технологии, позволяющей коренным

Рисунок 1. Внедрение технологий в странах с развивающимися рынками и в развитых странах (% стран, планирующих в ближайшие пять лет увеличить расходы более чем на 20%)



Источник: The New Digital Economy, Oxford Economics, июнь 2012 г.

⁶ Сектор ИКТ охватывает обширный и динамично меняющийся спектр товаров и услуг, от телекоммуникационного оборудования до ИТ-услуг.

образом изменить многие аспекты ведения бизнеса, — быстрее идет в странах РР. В ходе недавнего исследования 33 стран было установлено, что степень использования облачных вычислений в развивающихся странах выше, чем в развитых (50% по сравнению с 33%). Показатели их использования в таких развивающихся странах, как Таиланд, Мексика, Малайзия и Перу, были значительно выше, чем во многих экономически развитых странах.

Более высокий уровень внедрения ИКТ может привести к созданию так называемого «эффекта чехарды». В технологической сфере «эффект чехарды» возникает, когда новая технология проникает на рынок страны быстрее, чем технология предшествующего поколения, и/или когда новая технология проникает на развивающийся рынок быстрее, чем на развитый. Например, во многих странах РР у мобильных телефонов степень проникновения выше, чем у проводной телефонной связи,

Более высокий уровень внедрения ИКТ может привести к созданию «эффекта чехарды»

а у мобильного банковского обслуживания — выше, чем у традиционных банков. Имеются обширные доказательства того, что технологические изменения во многих случаях влекут за собой ускорение экономического роста. Так, по сведениям Всемирного банка, каждые 10 дополнительных мобильных телефонов на 100 человек в типичной развивающейся стране приводят к повышению темпов роста ВВП примерно на 0,8%.

Феномен намеренного отставания наглядно проявляется и при использовании Интернета. Согласно данным Google, ожидается, что с 2012 по 2015 годы к Всемирной

паутине подключатся 500 миллионов новых пользователей из стран РР, притом что количество новых пользователей из США составит лишь 15 миллионов.

Для оценки глубины и эволюции технологической адаптивности мы применяем общепринятый индекс ИКТ, разработанный Международным телекоммуникационным союзом при ООН. Этот составной индекс включает в себя 11 индикаторов и позволяет оценить три фактора: доступ к ИКТ, использование ИКТ и знания и навыки в области ИКТ. Для измерения используется шкала от 0 до 10, где 10 соответствует самому высокому уровню развития ИКТ. В Таблице 1 перечислены страны с самым быстрым и самым медленным ростом оценок по индексу ИКТ в период кризиса (2007–2012 годы).

Резюме

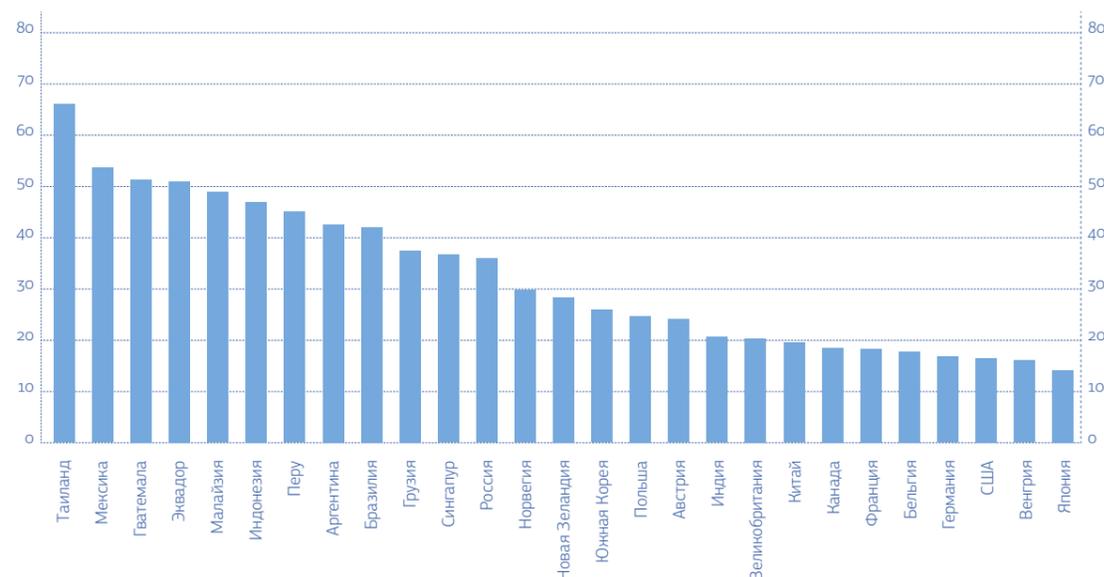
- В развитых странах показатели ИКТ в два раза выше, однако за период кризиса наибольших успехов во внедрении ИКТ достигли в основном развивающиеся страны.
- Самые низкие оценки по глубине проникновения технологий и технического прогрессу получили страны Африки к югу от Сахары.

- В развивающихся странах цены на ИКТ снижаются гораздо быстрее, благодаря чему технологии становятся более доступными.
- На протяжении кризисного периода Россия быстро наращивала свой потенциал в сфере ИКТ. Развитие сектора ИКТ в стране в предстоящие годы заслуживает пристального внимания.

Сырьевая зависимость: что будет, если упадут цены на сырьевые товары?

Резкий рост цен на сырьевые товары в минувшем десятилетии способствовал оживлению экономики многих развивающихся стран мира с сырьевой зависимостью. За период с 2003 по 2008 годы цены на нефть увеличились на 330% (в долл. США); аналогичную динамику продемонстрировали также цены на металлы и полезные ископаемые (за 2006–2008 годы мировые цены на продовольствие возросли в два раза). Безудержный рост цен на многие ключевые позиции сырьевого экспорта из стран РР привел к грандиозному улучшению условий их торговли⁷. Это, в свою очередь, обусловило ускорение

Рисунок 2. Использование облачных вычислений по странам (2012 год)



Источник: BSA, Ассоциация производителей программного обеспечения; Ipsos, «Обзор рынка облачных услуг».

Таблица 1. Рост оценок по индексу ИКТ в период кризиса (2007–2012 годы)

Заметное продвижение		Слабое продвижение	
Россия	2,2	Венесуэла	0,59
Казахстан	2,1	Филиппины	0,58
Оман	1,93	Нигерия	0,57
Саудовская Аравия	1,67	Алжир	0,51
Македония	1,65	Сирия	0,5
Азербайджан	1,62	Индия	0,48
Сербия	1,55	Камбоджа	0,43
Ливан	1,46	Таиланд	0,38
Грузия	1,33	Пакистан	0,3
Уругвай	1,28	Куба	0,15
Польша	1,24		
Бразилия	1,23		

⁷ «Условия торговли» представляют собой частное от деления цены экспорта страны на цену ее импорта. Считается, что улучшение условий торговли страны (то есть увеличение этого отношения) благотворно влияет на нее, поскольку при данном уровне экспорта она может приобретать больше импортных товаров и услуг.

роста реального ВВП. Иначе говоря, многие РР просто воспользовались приливной волной цен на сырьевые товары, которая обеспечила мощный заряд для роста их национальной экономики.

Широко распространено мнение о том, что беспрецедентный сырьевой бум прошлого десятилетия представляет собой лишь начало новой эры, которая будет характеризоваться дефицитом сырьевых товаров и непрерывным ростом цен на них. Ожидается, что спрос на энергоносители, металлы и продовольствие из стран РР будет движущей силой роста, поскольку в ближайшие 20 лет в мире появятся миллиарды новых потребителей из среднего класса. Разумеется, если страны РР начнут потреблять сырьевые товары такими же темпами, как и Китай в прошлом десятилетии, повышенный уровень цен вполне может сохраниться на протяжении некоторого времени.

Вместе с тем имеется ряд очень веских причин полагать, что в ближайшее десятилетие тенденция к повышению цен на рынке сырьевых товаров, наблюдавшаяся в последние 10 лет, вряд ли повторится, особенно если говорить об ее амплитуде и продолжительности. Во-первых, в минувшем десятилетии рост спроса на сырьевые товары застиг врасплох производителей. В частности, небывалый всплеск спроса наблюдался в начале нынешнего столетия в Китае. Поскольку между возникновением спроса на сырьевые товары и его удовлетворением проходит значительное время, необходимое для производства соответствующей продукции, в последующие несколько лет поставки многих сырьевых товаров будут быстро расти.

Во-вторых, повышение спроса в прошлом десятилетии практически полностью было результатом несбалансированного ро-

Вместе с тем имеется ряд очень веских причин полагать, что в ближайшее десятилетие тенденция к повышению цен на рынке сырьевых товаров, наблюдавшаяся в последние 10 лет, вряд ли повторится, особенно если говорить об ее амплитуде и продолжительности

ста Китая. Поскольку рост экономики Китая замедляется и одновременно становится более сбалансированным (то есть более значительная часть расходов направляется на потребление и менее значительная — на инвестиции в основные фонды), повышение его спроса на сырьевые товары продолжит замедляться.

В-третьих, резкое увеличение закупок сырьевых товаров со стороны Китая в последние годы не только удовлетворяло растущие внутренние потребности, но и обеспечивало быстрое накопление товарно-материальных запасов. В результате уровни запасов сырья в Китае сегодня слишком высоки, чтобы на протяжении последующих нескольких лет поддерживать любые темпы его экономического роста⁸.

Еще большее значение имеет другой момент: если судить по ряду долгосрочных тенденций, действие основных факторов, которые обуславливают повышение спроса на сырьевые товары, начинает ослабевать. Ожидается, что в следующие двадцать лет годовые темпы роста мирового населения существенно снизятся: с 1,2% в 2000-е годы до прогнозных 0,8% в 2015–2030 годы⁹. Соглас-

но прогнозам, глобальный рост доходов на душу населения также замедлится, главным образом потому, что ожидаемый рост доходов в крупнейших развивающихся странах будет не столь велик, как в 1990–2010 годы.

Изменение структуры ВВП также может замедлить повышение спроса на сырьевые товары, поскольку мировой сектор услуг растет быстрее, чем более сырьемкая обрабатывающая промышленность. Этот процесс будет наблюдаться как в развивающихся, так и в развитых странах. И последнее: предсказать изменение технологий невозможно, однако обычно оно приводит к замедлению роста спроса ввиду повышения эффективности производства сырьевых товаров. Если оставить в стороне Китай, то «интенсивность» использования сырья при производстве большинства продуктов быстро снижается.

В данной работе сырьевая зависимость определяется как доля экспорта сырьевых товаров в ВВП. В сущности, страна РР считается зависимой от сырьевых товаров, если доля экспорта сырьевых товаров превышает 10%¹⁰. С учетом изменчивости сырьевых цен в прошлом 30% е годовое падение цены на экспортные сырьевые товары страны — не такое уж необычное явление¹¹.

В Таблице 2 перечислены страны РР с самой высокой и самой низкой сырьевой

зависимостью (полный список представлен в Приложении).

Резюме

- В результате быстрой индустриализации и урбанизации страны Восточной Азии, а также Тихоокеанского бассейна и Южной Азии стали в наименьшей степени зависеть от природных ресурсов, и сегодня доля экспорта сырьевых товаров в ВВП этих стран составляет всего лишь 6% и 3% соответственно.
- Китай и Индия, будучи крупными чистыми импортерами сырьевых товаров, могут получить значительные выгоды в период снижения сырьевых цен.
- Зависимость стран Африки к югу от Сахары как региона от экспорта сырьевых товаров в период кризиса только возросла: в 2012 году она оценивалась в 20%.
- Большинство государств Персидского залива в этом отношении являются, по-видимому, исключением. Хотя снижение цен на нефть, бесспорно, сильно повлияет на их доходы от энергоносителей, в большинстве стран имеются пропорционально крупные фонды национального благосостояния, и доля иностранных активов в этих фондах достаточно велика, чтобы оградить страны от кратко- и среднесрочного снижения цен.

Таблица 2. Экспорт сырьевых товаров (доля ВВП в 2011 году)

Страны с самой низкой сырьевой зависимостью		Страны с самой высокой сырьевой зависимостью	
Китай	2%	Аргентина	12%
Индия	4%	ЮАР	12%
Филиппины	4%	Украина	13%
Бразилия	6%	Таиланд	15%
Мексика	7%	Венесуэла	16%
Польша	7%	Россия	20%
Грузия	7%	Вьетнам	23%
Армения	8%	Малайзия	27%
Кения	10%		

⁸ Например, в 2012 году запасы меди в Китае в два раза превышали средний уровень за последние четыре года, а запасы железной руды были примерно на треть выше недавнего исторического среднего показателя. Кроме того, Китай накапливал огромные запасы риса.

⁹ Прогнозы ООН.

¹⁰ К экспортным сырьевым товарам относятся сельскохозяйственное сырье, энергоносители, продовольствие и руды, а также металлы.

¹¹ При прочих равных условиях годовое снижение сырьевых цен на 30% будет означать уменьшение темпов роста ВВП на 3%.

Финансовая свобода: крайне тяжелые условия

Одна из самых неотложных и важных проблем, стоящих сегодня перед странами с развивающимися рынками, заключается в постоянном развитии их финансовых секторов¹². Банковский сектор занимает доминирующие позиции в структуре финансового посредничества стран с развивающимися рынками, однако многие банки принадлежат государству и нерационально распределяют капитал. Большинство рынков акций в странах РР — если эти рынки вообще существуют — практически неликвидны. Рынки корпоративных облигаций в большей части стран РР отсутствуют (по состоянию на 2011 год активные рынки корпоративных облигаций действовали только в 12 странах РР), а многие потребители в странах РР не имеют доступа к кредиту.

К сожалению, глобальный финансовый кризис привел к масштабной переоценке регулирования финансовых рынков. Так, система «Базель III», устанавливающая значительно более высокие требования к капиталу и ликвидности банков, во многом была рассчитана на западные учреждения. Соглашение, которое в полном объеме будет реализовано к 2018 году, было призвано ограничить финансовые излишества в Европе, Японии и США. Ожидается, что оно окажет несоразмерно большое воздействие на финансовое развитие и экономический рост стран с развивающимися рынками¹³. Кроме того, действующие нормы финансового регулирования, предложенные Группой двадцати, охватывают широкий круг вопросов, от практики оплаты труда сотрудников финансовых учреждений до примене-

Глобальный финансовый кризис привел к масштабной переоценке регулирования финансовых рынков

ния производных финансовых инструментов при управлении рисками. Существующая сегодня регулятивная среда просто игнорирует тот факт, что страны РР находятся на более ранних этапах экономического и финансового развития, и в случае углубления их финансовых рынков и демократизации кредита им потребуются иные режимы регулирования. К тому же большое число стран РР впервые вошли в категорию стран с «доходами выше средних», достигнув такого этапа, который диктует необходимость перехода к финансовой системе, в большей степени опирающейся на рынки (в противоположность системе на основе банков).

Принцип невмешательства государства в функционирование финансовой системы, по крайней мере в обозримой перспективе, работать не будет, и в этих условиях выиграют те страны РР, которым удастся сохранить или осуществить реформы финансового сектора, ведущие к расширению финансовой свободы и, в свою очередь, к повышению уровня финансового развития. Государственное регулирование банковской и финансовой систем, выходящее за рамки обеспечения прозрачности и добросовестности на финансовых рынках, будет подрывать эффективность.

Составляемый Heritage Foundation индекс финансовой свободы используется для фиксации любых значительных сдвигов,

произошедших после начала финансового кризиса. Индекс принимает значения от 0 до 100, при этом более высокие оценки указывают на более высокий уровень финансовой свободы (подробное описание индекса представлено в Приложении). За 2007–2012 годы средний индекс финансовой свободы в мире снизился с 52 до 48,6. Страны, в которых наблюдалось самое значительное повышение и снижение оценок по этому индексу, перечислены ниже.

Резюме

- Финансовый кризис негативно отразился на уровне финансовой свободы. Из 126 стран с развивающимися рынками, по которым составляется индекс Heritage Foundation, лишь 22 страны улучшили свои позиции, тогда как в 36 странах ситуация в этом отношении ухудшилась (оценки 68 стран не изменились).
- Объединенные Арабские Эмираты (ОАЭ) добились большого прогресса в расширении финансовой свободы. Стране следует продолжить укрепление своего положения как регионального финансового центра, несмотря на финансовые трудности, возникшие в Дубае в период кризиса.

Ключевым промежуточным звеном, способным помочь объяснить замедление роста, являются неэффективные институты

- За рассматриваемый период уровень финансовой свободы в Китае, на долю которого приходится приблизительно 50% финансовых активов стран РР, не повысился.

Суверенное кредитное качество: что произошло за время кризиса?

Финансовый кризис камня на камне не оставил от глобальных финансов и кредитного качества многих развитых стран. В одном только 2010 году были снижены суверенные рейтинги 18 развитых стран, и ни у одной страны рейтинг не был повышен. За время кризиса 2008–2012 годов в странах — членах Группы семи накопленный центральными правительствами долг увеличился на 80% и достиг примерно 120%.

Таблица 3. Изменение финансовой свободы (2008–2012 годы)

Страны-победители по уровню финансовой свободы		Страны-проигравшие по уровню финансовой свободы	
ОАЭ	30	Эквадор	-20
Бразилия	20	Украина	-20
ЮАР	20	Венесуэла	-20
Таиланд	20	Аргентина	-10
Алжир	10	Грузия	-10
Азербайджан	10	Казахстан	-10
Коста-Рика	10	Ливан	-10
Индия	10	Лесото	-10
Малайзия	10	Мальта	-10
Оман	10	Нигерия	-10
Панама	10	Румыния	-10
Саудовская Аравия	10		-10
Польша	10		

¹² Связь между экономическим ростом и финансовым развитием имеет убедительные документальные подтверждения. См., например, обзоры в работах Shan et al. (2001 г.) и Khan and Senhadji (2003 г.), а также всесторонний анализ в работе Levine (2005 г.). В работах McKinnon (1973 г.), Shaw (1973 г.) и King and Levine (1993 г.) утверждается, что эта связь направлена от углубления финансового рынка к росту, тогда как авторы работ Gurley and Shaw (1967 г.) и Goldsmith (1969 г.) придерживаются мнения об обратной зависимости. Обсуждение двунаправленной причинно-следственной связи между финансовым развитием и экономическим ростом представлено в работах Luintel and Khan (1999 г.) и Shan et al. (2001 г.); информация из работы Billmeier and Massa (2008 г.).

¹³ Согласно оценкам, выполненным банковской группой BBVA в ходе исследования, в случае полного введения требований к капиталу, предусмотренных системой «Базель III», в большой группе стран ВВП на душу населения снизится на 1,6%, а в странах с развивающимися рынками упадет на 2,5%. Исследователи полагают, что аналогичные последствия будут иметь и повышение требований к ликвидности.

С другой стороны, если взять страны с развивающимися рынками в целом, то в 2010 году в общей сложности было отмечено 50 случаев повышения суверенных рейтингов и лишь 11 случаев их снижения. По данным агентства Moody's, примерно 60% стран РР в настоящее время имеют рейтинг инвестиционной категории, притом что в 1993 году их было всего 2%. Еще в 1990-х годах в медианной стране РР отношение государственного долга к ВВП превышало 65%, а в течение двух последних лет медианный уровень долга составлял лишь 34% ВВП. К тому же многие страны РР обладают сегодня значительными валютными резервами, имеют гибкие обменные курсы, а их внутренний долг выражается в национальной валюте.

Поскольку состояние государственных финансов в странах с развивающимися рынками перед началом глобального финансового кризиса было гораздо более прочным, принятые ими ответные налогово-бюджетные меры в целом оказались весьма эффективными. Как следствие, страны РР относительно благополучно пережили глобальный кризис 2008–2012 годов: в годовом исчислении рост их реального ВВП составил 5,5% (в отличие от 0,5% в развитых странах). Однако, как выяснили страны с развитой экономикой за последние два десятилетия своей «Великой умеренности», стабильный экономический рост (и резкое увеличение налоговых поступлений) может привести к самоуспокоенности, особенно когда дело касается контроля над государственными расходами.

В данном разделе рассматривается, какие страны РР воспользовались этим периодом, чтобы улучшить свое суверенное кредитное качество. В разработанных журналом Institutional Investor кредитных рейтингах стран по шкале от 0 до 100 оценивается вероятность дефолта по суверенному долгу, при этом 100 означает самую низкую вероятность (более подробное описание индекса представлено в Приложении).

Поскольку состояние государственных финансов в странах с развивающимися рынками перед началом глобального финансового кризиса было гораздо более прочным, принятые ими ответные налогово-бюджетные меры в целом оказались весьма эффективными

Резюме

- За период с 2008 по 2012 годы в наибольшей степени повысилось кредитное качество стран Латинской Америки — к этому региону относятся пять из семи стран с самыми значительными улучшениями рейтинга.
- Неудивительно, что в странах, переживавших политические беспорядки, наблюдалось самое сильное ухудшение кредитного качества.

Институциональная реформа: кто проводил реформы в период кризиса?

Институциональная среда определяется правовой и административной системами, в рамках которых происходят направленные на создание богатства взаимодействия между физическими лицами, фирмами и органами государственного управления. Для стран с развивающимися рынками улучшение институционального качества, позволяющее избежать ловушки среднего дохода, всегда имело огромное значение, а в период последнего финансово-экономического кризиса важность институтов стала еще более очевидной.

Тому есть ряд причин. Во-первых, эффект от прорыночных экономических ре-

форм, проведенных во время и вскоре после кризиса РР, с прошлого десятилетия практически полностью сошел на нет, особенно в крупных странах РР. С момента начала кризиса в Китае, Индии, России, Бразилии или Южно-Африканской Республике было принято лишь небольшое число законодательных актов (если таковые вообще принимались), направленных на совершенствование институтов. Снижение темпов роста многих из этих стран, которое отмечается в последнее время, можно, по крайней мере отчасти, связать с прекращением структурных реформ.

Во-вторых, в экономике стран РР государство играет довольно серьезную роль, особенно в плане собственности и регулирования. В период кризиса экономическая роль государства в некоторых странах еще

больше возросла, поэтому необходимость повышения качества его институтов будет иметь особое значение¹⁴.

В-третьих, как уже подчеркивалось в данной работе, по крайней мере отчасти темпы экономического роста стран РР в минувшем десятилетии можно объяснить воздействием факторов, которые вряд ли опять возникнут в ближайшее время. Самым надежным способом вновь активизировать этот рост будет улучшение качества институтов. Чтобы количественно измерить это улучшение, мы используем права собственности, приняв их за представительную переменную. Права собственности позволяют оценить способность физических лиц накапливать частную собственность, охраняемую четкими законами, соблюдение

Таблица 4. Изменение суверенного кредитного качества (2008–2012 годы)

Улучшение кредитного качества		Ухудшение кредитного качества	
Бразилия	12,7	Ливия	-16
Уругвай	12,3	Пакистан	-13,1
Индонезия	11	Украина	-11
Колумбия	10,9	Египет	-10,1
Перу	9,8	Венесуэла	-9,1
Габон	9,6	Эквадор	-8,7
Панама	9	Иран	-8,6
Замбия	9	Болгария	-8,4
Албания	8,8	Румыния	-7,9
Уганда	8,1	Ямайка	-7,8
Боливия	8	Казахстан	-5,8
Руанда	8	Ботсвана	-5,4
Либерия	7,5	Гвинея	-4,3
Азербайджан	7,1	Сальвадор	-4,1
Саудовская Аравия	6,9	Гаити	-4,1
Грузия	6,2	ЮАР	-4
Парагвай	6,2	Вьетнам	-3,8
Чили	5,7	Зимбабве	-3,2
Китай	5,7	Барбадос	-3
Коста-Рика	5,6	Гондурас	-3
Филиппины	5,6	Аргентина	-2,8

¹⁴ Например, гигантские государственные банки Китая упрочили свои доминирующие позиции в качестве финансовых посредников в стране. То же самое можно сказать и о банковском секторе России, а ее энергетический сектор в настоящее время в основном контролируется государством.

которых полностью обеспечивается государством (более подробное описание прав собственности представлено в Приложении). Ниже перечислены наиболее существенные изменения в уровне защиты прав собственности, произошедшие в период кризиса, — согласно годовому индексу защиты прав собственности Heritage Foundation. Индекс измеряется по шкале от 0 до 100 (более высокие оценки указывают на более активную защиту прав собственности), шаг прироста составляет 10 пунктов. Среднее общемировое значение данного индекса снизилось с 45,6 в 2007 году до 43,4 в 2012 году.

Резюме

- В ближайшие несколько лет у многих стран с развивающимися рынками могут возникнуть проблемы с обеспечением экономического роста. За 2008–2012 годы качество институтов в странах с развивающимися рынками повысилось незначительно. Из 122 стран лишь в 24 наблюдались улучшения в сфере защиты прав собственности. В 51 стране ситуация не изменилась, а в 47 было за-

Эффект от прорыночных экономических реформ, проведенных во время и вскоре после кризиса РР, с прошлого десятилетия практически полностью сошел на нет

фиксировано ее ухудшение.

- Многие страны, чьи оценки по уровню защиты прав собственности снизились, входят в число бывших стран СССР и/или относятся к категории стран, зависящих от сырьевых товаров.
- Индекс Южно-Африканской Республики неожиданно упал на 20 пунктов, что подрывает кратко- и среднесрочные перспективы экономического роста страны.

Таблица 5. Качество институтов (2008–2012 годы)

Заметные улучшения в сфере прав собственности		Заметные ухудшения в сфере прав собственности	
Турция	40	Сирия	-40
Уругвай	40	Таиланд	-35
Колумбия	20	Боливия	-20
Грузия	10	ЮАР	-20
Казахстан	10	Танзания	-20
Марокко	10	Вьетнам	-15
Панама	10	Аргентина	-10
Польша	10	Азербайджан	-10
Румыния		Бангладеш	-10
		Эквадор	-10
		Кения	-10
		Тунис	-10
		Украина	-10

IV. Посткризисная оценка: победители и проигравшие среди стран с развивающимися рынками

В данном разделе мы используем пять описанных выше фундаментальных факторов для оценки кратко- и среднесрочных (2–5 лет) перспектив экономического роста ряда крупных стран РР. При проведении этой оценки преследуется двойная цель: во-первых, продемонстрировать применение новой методологии, а во-вторых, выявить страны, в которых, по нашему мнению, рынки недооценивают или переоценивают перспективы своего будущего роста. Для начала мы оценим четыре страны БРИК, экономика которых остается крупнейшей среди стран РР.

Россия, Индия и Китай: посредственные рейтинги

Если судить по пяти нашим критериям, то для России, Индии и Китая период кризиса оказался весьма безотрадным. Уровень финансовой свободы, который на начало кризиса во всех трех странах был низким, повысился только в Индии. В Китае государство жесткой хваткой держало финансовую систему, стремясь благополучно преодолеть финансовый кризис. По сути, оно почти ничего не сделало для того, чтобы ослабить контроль за операциями с капиталом, разве что допустило небольшое повышение реального обменного курса. Российские государственные банки также укрепили свои позиции, отвоевав долю рынка у отечественных частных банков. К чести правительства России следует сказать, что в период кри-

зиса оно не вводило мер контроля за операциями с капиталом. В Индии уровень финансовой свободы повысился, однако ее оценка остается низкой и по нашей шкале составляет 40 пунктов. В финансовом ландшафте Индии доминируют государственные банки, поскольку иностранное участие по-прежнему строго ограничивается.

То же самое можно сказать и о правах собственности, ситуация с которыми в этих трех странах не улучшилась, а оценки России, и без того низкие, даже ухудшились. Неэффективная судебная система Китая, как и прежде, подвержена влиянию коррупции, а нарушения прав интеллектуальной собственности остаются широко распространенным явлением в стране. В России национализация многих «командных высот» до и во время кризиса ослабила защиту прав собственности. Кроме того, в последнее время в стране учащаются случаи ненадлежащего обращения с политическими диссидентами. В Индии до сих пор отсутствует единообразное применение правовых норм на всей территории страны.

Если говорить о позитивных моментах, то Индия и Китай явно выиграют от любых понижающих ценовых тенденций на рынках сырьевых товаров¹⁵. Сырьевая зависимость России за период кризиса не уменьшилась. Если в 2007 году экспорт энергоносителей обеспечивал 61% совокупных доходов от экспорта, то в 2011 году этот показатель составил 67%.

Таблица 6. Сводные статистические данные (2007–2012 годы)

	Россия	Китай	Индия
Изменение ИКТ	2,2	0,85	0,48
Сырьевая зависимость	20%	2%	4%
Финансовая свобода	40/40	30/30	30/40
Права собственности	30/25	20/20	50/50
Кредитный рейтинг	66,2/66,9	73,9/73,6	59,9/64

Примечания: В среднем по всем странам РР изменение в сфере ИКТ составляет 0,7. Данные о сырьевой зависимости относятся к 2011 году. Финансовая свобода, права собственности и кредитные рейтинги оцениваются по шкале от 0 до 100, причем более высокие оценки означают более благоприятную ситуацию в соответствующей сфере (2007–2012 годы).

¹⁵ В краткосрочной перспективе огромные запасы некоторых сырьевых материалов в Китае, вероятно, могут нейтрализовать это воздействие.

За рассматриваемый период кредитный рейтинг России не изменился. Бюджет является профицитным, а национальный долг практически отсутствует. Однако, для того чтобы государственный бюджет 2012 года был сбалансированным, цена на нефть должна достигнуть 117 долл. США за баррель, притом что непосредственно перед началом кризиса она составляла лишь 34 долл. США за баррель¹⁶. Существенное повышение цен, обеспечивающих бездефицитность бюджета, в основном представляло собой результат резкого увеличения государственных расходов: в период с 2007 по 2012 годы их среднегодовой рост составлял 13,7%. Государственные доходы от энергоносителей в 2012 году оценивались в 51% по сравнению с 37% в 2007 году¹⁷. Фактически зависимость России от энергоносителей усиливается.

Если говорить о позитивных моментах, то Индия и Китай явно выигрывают от любых понижающих ценовых тенденций на рынках сырьевых товаров

В Индии расходы, призванные стимулировать экономический рост, в пропорциональном отношении были не столь значительными, как в России или Китае, однако дефицит бюджета оставался весьма существенным, а государственный долг увеличился до 68% ВВП. Китай за период кризиса несколько улучшил свой кредитный рейтинг, во многом благодаря резкому увеличению налоговых поступлений

и валютных резервов. Впрочем, увеличение долга местных органов управления и огромные объемы кредитов, выданных за время кризиса банками (прежде всего государственными), стали компенсирующими факторами. По официальным данным, государственный долг Китая (совокупный долг центрального правительства и местных органов управления) составил 43,5% его ВВП, однако сюда не входят облигации политических банков, долговые обязательства Министерства железнодорожного транспорта, задолженность Компании по управлению активами или необслуживаемые кредиты¹⁸.

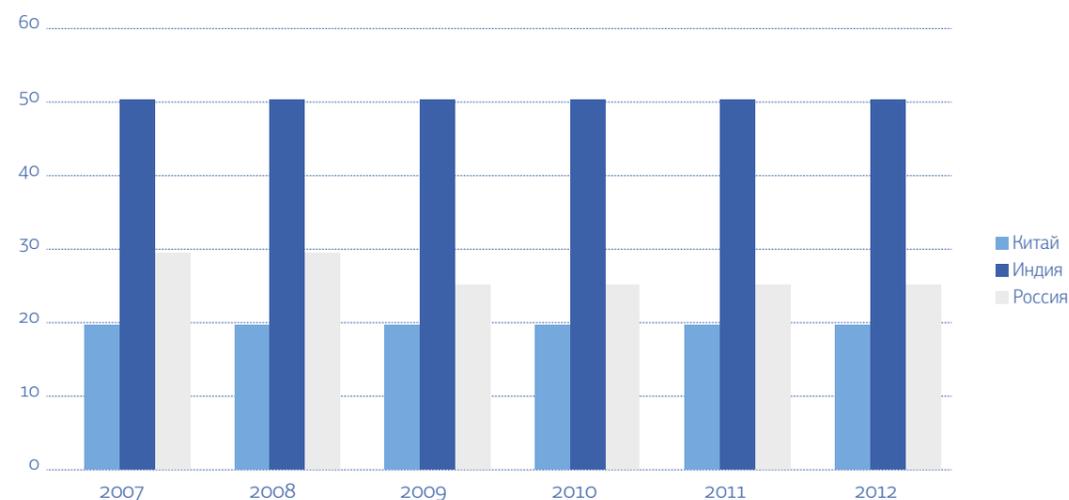
Россия стала лучшей среди стран РР, добившись наибольшего прогресса в сфере адаптивности к ИКТ (2,17). За исключением рецессии 2009 года, когда экономика страны сократилась на 8%, показатели темпов роста российского рынка ИКТ выражались двузначными числами.

Экономика России страдает явной сырьевой зависимостью, однако ее техно-

логический сектор, по-видимому, развивается успешно. Недавно Россия стала крупнейшим интернет-рынком в Европе, а с 2007 по 2012 годы степень проникновения Интернета увеличилась с 21,5 до 47%. Степень проникновения мобильных телефонов за тот же период повысилась со 120 до 180%. Расходы компаний на ИТ также динамично растут, и сегодня широкополосным доступом в Интернет пользуются 63% российских предприятий — по сравнению со всего лишь 31% в предкризисный год.

Повышение оценок Китая в указанной сфере (0,85) даже близко не сопоставимо с успехами России, однако, если судить по несистематическим данным, в последнее время его адаптивность к ИКТ быстро улучшается по всем показателям. Сектор ИКТ стремительно расширяется за счет большого и постоянно возрастающего числа пользователей Интернета и мобильной телефонной связи. С 2007 по 2012 годы количество интернет-пользователей увеличилось более чем в два раза, с 210 до 538

Рисунок 3. Права собственности: отнюдь не золотой период

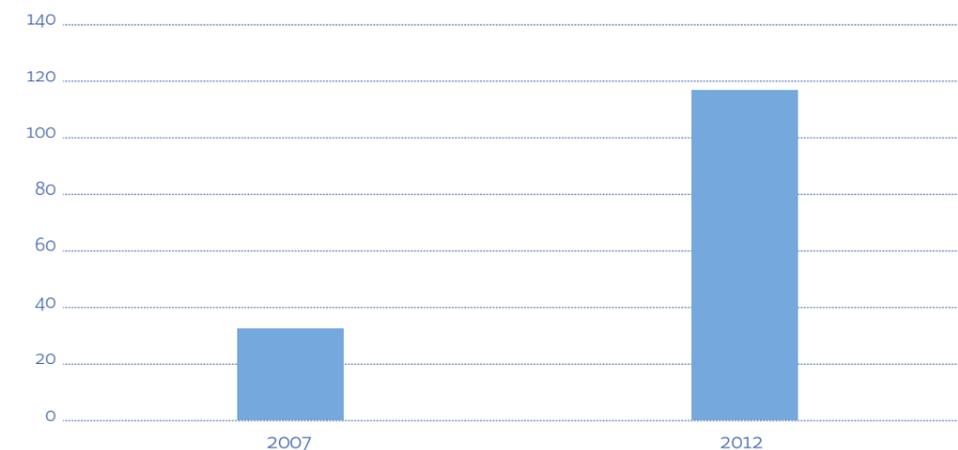


Источник: Heritage Foundation

¹⁶ Данные о ценах, обеспечивающих бездефицитность бюджета, были предоставлены агентством «Интерфакс».

¹⁷ Дефицит российского бюджета без учета энергоносителей в 2007 году составлял 3,3%, а в 2012 году оценивался в 10,6% (данные предоставлены компанией «КонсультантПлюс»).

Рисунок 4. Россия: нефтяное государство (Среднегодовая цена на нефть, позволяющая сбалансировать федеральный бюджет)



Источник: «Интерфакс»

¹⁸ По данным Национального контрольно-ревизионного управления Китая.

миллионов. За тот же период число пользователей мобильных телефонов возросло с 530 миллионов до 1,1 миллиарда.

В настоящее время Китай является крупнейшим мировым экспортером аппаратных средств ИТ, таких как портативные компьютеры, мобильные телефоны, DVD, телевизоры и цифровые фотоаппараты. По информации ресурса Forbes China, примерно 28% самых перспективных малых предприятий страны относятся к сектору ИКТ.

Что касается грамотной в техническом отношении Индии, то ее успехи в повышении адаптивности к ИКТ, напротив, оказались ниже среднего. В отличие от России и Китая, ориентированный на экспорт ИТ-сектор Индии тяжело пострадал от глобального сокращения деловых расходов. ИТ-экспорт, который в предкризисный период быстро увеличивался, в последние годы существенно сократился. Скандал вокруг распределения частот для широкополосной связи, который разразился в Индии несколько лет назад и чуть не привел к отставке центрального правительства, наглядно показывает, как коррупция тормозит развитие ИКТ на этом субконтиненте.

Подведем итоги: несмотря на хорошие показатели развития ИКТ в России и Китае, их дальнейший рост будет сильно ограничиваться недостаточно быстрым прогрессом в развитии финансовой системы и повышении качества институтов. Кроме того, экономический рост России сдерживают другие факторы, связанные с ее сырьевой зависимостью, которая вскоре поставит под угрозу государственные финансы страны. Наиболее неблагоприятные перспективы у Индии, которая продемонстрировала практически полное или абсолютное отсутствие заметных улучшений по всем пяти перечисленным ключевым факторам. Ожидается, что рост реального ВВП, который в последние кварталы значительно замедлился, на протяжении как минимум ближайших нескольких лет останется вялым.

По данным журнала Institutional Investor, с 2007 по 2012 годы в Бразилии наблюдалось самое значительное среди всех стран улучшение кредитного качества

Бразилия: ситуация лучше, чем вы думаете

За относительно короткий период времени экономика Бразилии утратила свой блеск. После рывка на 7,5% в 2010 году темпы роста Бразилии начали ослабевать и в 2011 году составили менее 3%, а в 2012 году едва дотянули до 1%. По данным Всемирного банка, с 2005 года задолженность в процентах к семейному доходу возросла более чем в два раза и достигла 43%, а частота дефолтов находится на рекордно высоком уровне. Многие критики указывают на значительные размеры неформальной экономики, непрозрачность структуры налогообложения и коррупцию как слишком серьезные, непреодолимые препятствия. Мы, однако, считаем, что экономические детерминанты Бразилии за период кризиса улучшились. Хотя повышение цен на железную руду и сельскохозяйственную продукцию (соевые бобы, сахар и кофе) способствовало тому, что за последнее десятилетие экспорт Бразилии в процентном отношении к ВВП удвоился (в настоящее время он составляет 14%), репутация Бразилии как очень крупного экспортера сырьевых товаров несколько преувеличена. В Бразилии есть солидный внутренний рынок (на долю потребления приходится 60% ВВП), и в 2011 году сырьевые товары в совокупности составляли лишь 6% ВВП. С учетом того что на рынках преобладают аномально сильные тенденции к снижению цен, этот показатель

нельзя назвать несущественным, однако он гораздо меньше, чем полагают многие.

Бразилия была одной из тех стран, которые за период кризиса добились наибольших успехов в сфере финансовой свободы. По нашей шкале ее оценка увеличилась с 40 до 60 баллов, и в 2012 году уровень финансовой свободы в Бразилии впервые превысил среднемировую отметку в 50 баллов. Финансовая система страны увеличилась в размерах, стала более диверсифицированной и сложной. В последние годы Бразилия значительно преуспела в развитии рынков ценных бумаг и производных инструментов. Хотя по меркам ОЭСР рынок корпоративных облигаций все еще невелик, он быстро растет. В стране также действует гибкий курсовой режим, который помогает смягчать перепады и сдерживать инфляцию. Если говорить о негативных моментах, то в период кризиса Бразилия действительно ввела меры контроля за операциями с капиталом в форме налога на валютные операции.

По данным журнала Institutional Investor, с 2007 по 2012 годы в Бразилии наблюдалось самое значительное среди всех стран улучшение кредитного качества. Государственный долг, который в настоящее

время составляет 64% ВВП, по сравнению с 2007 годом не увеличился, несмотря на более медленный рост экономики. В период кризиса все ведущие рейтинговые агентства впервые присвоили Бразилии рейтинги инвестиционной категории. По состоянию на декабрь 2012 года валютные резервы Бразилии составляли 360 миллиардов долл. США, а структура ее государственного долга характеризовалась незначительным валютным риском.

В общем списке из 110 развивающихся стран Бразилия занимала 10-е место по улучшению потенциала в сфере ИКТ. На данный момент Бразилия представляет собой пятый по величине мировой ИКТ-рынок (после Великобритании, Китая, Японии и США), который в последнее время ежегодно увеличивается на 12–13%. Это один из крупнейших секторов экономики Бразилии, и на его долю приходится 7% ВВП. Бразильцы традиционно одними из первых внедряют новые технологии, а вековое присутствие иностранных транснациональных корпораций способствует распространению технологических достижений. Кроме того, Бразилия активно осваивает облачные вычисления и по этому показателю оценивается выше

Рисунок 5. Хорошая кредитоспособность Бразилии



Источник: Institutional Investor

многих развитых стран. Рынок ИКТ сильно интернационализирован, и на нем хорошо представлены как иностранные, так и отечественные игроки.

Права собственности оказались в Бразилии единственной сферой, не претерпевшей улучшений. С оценкой в 50 баллов (которая с 2007 года не изменилась) Бразилия лишь незначительно превышает средний общемировой показатель в 43 балла, но занимает довольно низкое место по сравнению с другими странами, имеющими аналогичные уровни ВВП на душу населения. По данным Heritage Foundation, договоры в целом считаются гарантированными, однако судебная система Бразилии признается неэффективной и подверженной политическому и экономическому вмешательству. Несмотря на то, что защита прав интеллектуальной собственности улучшилась, продолжается пиратское использование материалов, охраняемых авторским правом.

За рамками БРИК

В данном разделе мы используем свою методологию для анализа положения в Польше, на Украине, в Саудовской Аравии и во Вьетнаме, выделив две победившие и две проигравшие страны.

Польша: прогресс среди хаоса

Польша, где доход на душу населения в 2011 году составил 21 000 долл. США (на основе паритета покупательной способности), почти достигла статуса страны с развитым рынком. Темпы ее экономического роста в 2012 году (2,5%) оказались самыми высокими среди всех стран — членов ЕС; кроме того, Польша стала единственным государством ЕС, которому в 2009 году удалось избежать рецессии. Среди прочих стран с переходной экономикой ее уже рассматривают в каче-

Страна быстро превращается в крупный финансовый центр Европы, которая в данный момент испытывает значительные трудности (особенно это касается стран Центральной и Восточной Европы)

стве показательного примера успеха (возможно, это самая успешная страна), а структурные изменения, осуществленные в ходе кризиса, обещают в последующие годы сделать Польшу одной из наиболее успешных в экономическом плане стран Европы.

В разгар финансовых потрясений в зоне евро Польша стала одной из стран, которые добились наибольшего прогресса в области финансовой свободы: ее индекс, 50, увеличился и достиг гораздо более конкурентоспособной отметки в 70 пунктов. Страна быстро превращается в крупный финансовый центр Европы, которая в данный момент испытывает значительные трудности (особенно это касается стран Центральной и Восточной Европы). По сообщению Financial Times¹⁹, «объем первоначального публичного предложения на Варшавской фондовой бирже по-прежнему превышает аналогичный показатель любой другой европейской биржи. За первые три квартала текущего (2012) года на ней появились 84 новые котировки, в том числе на альтернативном рынке New Connect, где размещаются акции небольших компаний. Второе место заняла Лондонская фондовая биржа, на которой появились 54 новые котировки».

Банковский сектор Польши, крупнейший в Центральной и Восточной Европе, стал более конкурентным, с учетом того что 70% банковских активов находятся в соб-

ственности иностранцев.

Польский экспорт сырьевых товаров относительно невелик (7% ВВП) и весьма диверсифицирован. В период широкомасштабного снижения качества европейских институтов польский показатель защиты частной собственности увеличился с 50 до 60 пунктов. Согласно рейтингам исследования Всемирного банка «Ведение бизнеса», в прошлом году Польша продвинулась на семь позиций и стала «одной из самых быстро реформирующихся стран мира, во многом в результате улучшения элементов судебной системы и упрощения процедур открытия нового дела». Благодаря недавним реформам в настоящее время на долю частного сектора в Польше приходится две трети ВВП.

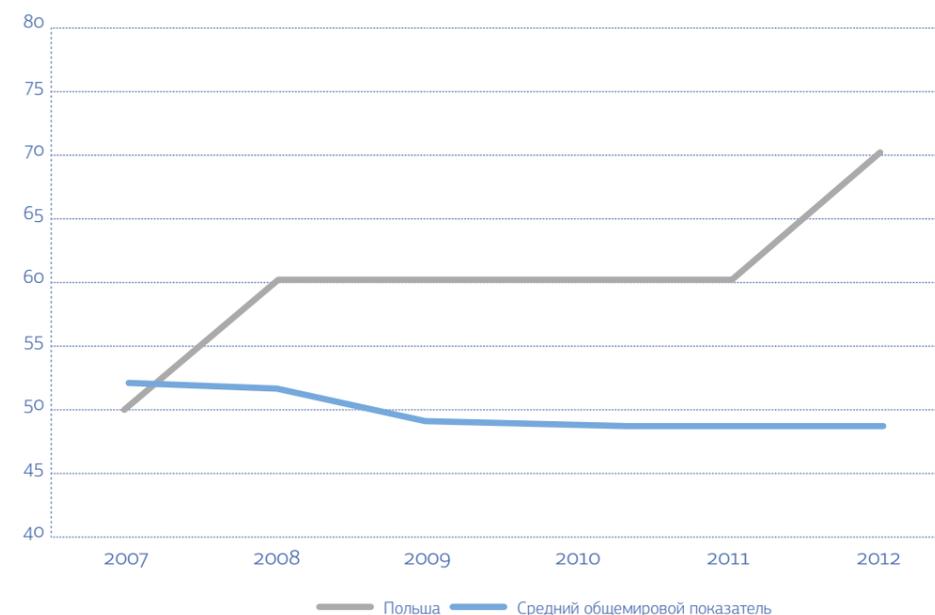
В период крупномасштабного и стремительного падения кредитных рейтингов многих стран кредитный рейтинг Польши (по версии Institutional Investor) не улуч-

шался, но и не ухудшался. Этим она (наряду с Македонией) выгодно отличается от других стран региона. По данным Heritage Foundation, благодаря приверженности режиму экономии во время кризиса доля государственных расходов в ВВП немного уменьшилась, а государственный долг колеблется на уровне 55% ВВП.

Единственными двумя не входящими в ОЭСР странами, которые продемонстрировали более высокие, чем Польша, показатели развития ИКТ, стали Мальта и Катар. Несмотря на то, что Польша уже обладает передовыми технологиями, она заняла 10-е место по общему продвижению ИКТ и оказалась перед США, Германией, Францией и Японией по степени использования облачных вычислений.

Украина: на пути к пропасти

Рисунок 6. Польша: новый финансовый центр Восточной Европы (Индекс финансовой свободы)



Источник: Heritage Foundation

19 Financial Times — 28 декабря 2012 г. Beyond Brics. "Warsaw SE: Shopping center IPO masks liquidity problems."

Высокие цены на сталь и продовольствие помогли Украине в 2003–2007 годы достичь среднегодового темпа экономического роста на уровне 7,8%. Сильная зависимость страны от экспорта сырьевых товаров (13% ВВП) напомнила о себе в период финансового кризиса: в 2009 году экономика страны сократилась на 15% (один из крупнейших зафиксированных в мире спадов).

Слабая развитость и замкнутость финансовой системы Украины, наблюдавшиеся до финансового кризиса, еще более усугубились, если принять во внимание ряд финансовых ограничений, недавно введенных правительством (в результате произошло одно из самых значительных снижений уровня финансовой свободы, индекс которой за период с 2007 по 2012 годы упал с 50 до всего лишь 30 пунктов).

Банковская система страны стала лишь тенью самой себя в прошлом. Большинство крупных частных отечественных банков во время кризиса потерпели крах, а западные банки, которым удалось выстоять, в настоящее время бегут из страны (доля надежных кредитов составляет примерно 40% и продолжает расти). Малые и средние предприятия имеют весьма ограниченный доступ к капиталу либо полностью лишены его, а в 2013 году в стране ожидается нулевой экономический рост.

Совокупная капитализация рынка акций составляет всего лишь 25 миллиардов долл. США, при этом рынок отличается низкой ликвидностью (с оборотом примерно в 20%). Недавно центральный банк ввел draconianские ограничения валютного рынка, обязав экспортеров обменивать заработанную ими твердую валюту на гривны. Частные лица также должны декларировать твердую валюту, привозимую из-за границы, если ее сумма превышает определенный лимит. Эти меры лишь усилили бегство капитала, а международные валютные резервы страны менее чем за год сократились с 38 до 25 миллиардов долл. США.

Неудивительно, что Украина испытывает

Совокупная капитализация рынка акций составляет всего лишь 25 миллиардов долл. США, при этом рынок отличается низкой ликвидностью

ухудшение кредитного качества. Среди входящих в наш список 112 стран РР в категории кредитного качества только Ливия и Пакистан демонстрировали более интенсивное снижение показателей. С учетом необходимости рефинансирования 10 миллиардов долл. США суверенного долга, срок погашения которого подходит в этом году, Украине потребуется помощь Международного валютного фонда (МВФ). Однако вряд ли эта помощь будет предоставлена: в прошлом году на фоне отнюдь не блестящих экономических реформ МВФ заморозил программу кредитования на сумму 15 миллиардов долл. США.

В 2012 году в Украине было отмечено снижение степени защиты прав собственности на 10 пунктов — до 30 пунктов по нашей шкале. По этому показателю Украина находится на уровне многих стран Африки к югу от Сахары. Со времен Оранжевой революции 2007 года политическое положение в стране также значительно ухудшилось. Национальные выборы 2012 года многие наблюдатели считают сфальсифицированными, а бывшая премьер-министр, осужденная по политическим мотивам, в настоящее время отбывает тюремное заключение.

Если говорить о положительных моментах, то Украина продемонстрировала средние показатели в сфере улучшения ИКТ и обладает относительно быстрым доступом в Интернет, занимая 27-е место (сразу после Германии и Финляндии) в списке из 180 стран.

Саудовская Аравия: прогресс среди хаоса Арабской весны

Политические потрясения, охватившие весь Средний Восток и Северную Африку, в период кризиса не прошли даром. Тем не менее страны Персидского залива пережили это время сравнительно благополучно, а Саудовской Аравии удалось добиться устойчивого прогресса по ряду важных направлений.

Саудовская Аравия сохраняет зависимость от сырьевых товаров, ее экспорт энергоносителей составляет 50% ВВП. На долю нефти приходится примерно 90% экспортной прибыли и 80% государственных доходов. Зависимость от сырьевых товаров не столь тяжела, если учесть благоразумие страны в налогово-бюджетной сфере и ее огромный портфель иностранных активов. Кроме того, королевство продолжает принимать меры по диверсификации своей экономики, опираясь на ряд крупных промышленных городов. Саудовская Аравия экспортирует нефтехимические продукты, пластмассы, металлические изделия, строительные материалы и электроприборы в 90 стран мира. Не связанная с нефтью часть экономики в последние годы росла примерно на 7% в год, что стало наиболее высоким показателем с начала 1980-х годов.

Несмотря на изменчивость цен на нефть и мировой кризис, королевство с успехом управляет своими финансами и продолжает повышать общее кредитное качество (Саудовская Аравия стала одной из немногих зависящих от энергоносителей стран, чей рейтинг суверенного долга после обвала цен на энергоносители повысился). В настоящее время кредитный рейтинг у Саудовской Аравии лучше, чем у большинства развитых стран, а из стран РР более высокие кредитные рейтинги были присвоены лишь Чили и Китаю (ср. рейтинги Institutional Investor).

В период кризиса королевство проявило особую осторожность в области государственных финансов. В ходе экономического кризиса ему не удалось избежать бюджетного дефицита, однако оно быстро вернулось к большому профициту: в 2011 и 2012 годах профицит государственного бюджета

В настоящее время кредитный рейтинг у Саудовской Аравии лучше, чем у большинства развитых стран

составил 13 и 16% соответственно (по предварительным оценкам). Саудовская Аравия обладает крупным портфелем иностранных активов (по состоянию на конец 2012 года активы ее фонда национального благосостояния составили 532 миллиарда долл. США) и низкой государственной задолженностью (13% ВВП в 2011 году). Располагая 25% мировых разведанных запасов нефти, королевство может позволить себе спокойно относиться к колебаниям цен на нефть.

Финансовый сектор Саудовской Аравии достаточно развит, в стране имеются крупные отечественные банки с хорошей капитализацией. Рынок акций Тадавул со значительным оборотом, превышающим 80%, считается самым крупным (его рыночная капитализация составляет 350 миллиардов долл. США) и наиболее ликвидным в арабском мире. В 2012 году организация MSCI вновь внесла саудовские индексы в свой рейтинг.

За период кризиса индекс финансовой свободы в стране по нашей шкале повысился на 10 пунктов, достигнув в 2012 году отметки в 50 пунктов, однако перед королевством по-прежнему открыт широкий простор для улучшения. Западные стандарты корпоративного управления не находят особого применения в регионе, где царит nepotism. Как и на других биржах региона, на саудовской бирже все еще распространены сделки с использованием конфиденциальной информации. В 2008 году королевство открыло свой рынок для своповых инвестиций, а затем, в 2010 году, разрешило зарубежным инвесторам пользоваться биржевыми индексными фондами. Ведутся ожесточенные дебаты о том, стоит ли позволять зарубежным институциональ-

ным торговцам покупать саудовские компании и напрямую вкладывать в них капитал. Принятие такого решения в 2013 году должно привести к значительному повышению уровня корпоративной прозрачности и, как следствие, финансовой свободы в королевстве.

За последние пять лет саудовский рынок ИКТ существенно вырос. В настоящее время он входит в десятку ведущих рынков ИКТ среди всех стран РР. В период кризиса королевство заняло четвертое место по общему улучшению в сфере ИКТ. Этот рост был обусловлен либерализацией рынка ИКТ, сильной конкуренцией на внутреннем рынке (то есть падением цен на ИКТ) и высокой долей молодежи в составе населения. В последние годы на долю Саудовской Аравии приходилось 50% от общего объема инвестиций в ИКТ со стороны членов Совета по сотрудничеству государств Персидского залива. За этот период коэффициент проникновения широкополосной связи увеличился более чем в два раза (в настоящее время он составляет 40%), а расходы предприятий на ИТ сильно возросли.

Индекс защиты прав собственности в королевстве за время кризиса несколько снизился, с 50 до 45 пунктов, что во многом было связано с политическими потрясениями Арабской весны. Сейчас этот показатель ниже среднего общемирового значения. По данным Heritage Foundation, саудовские суды не всегда обеспечивают действенное исполнение договоров. Судебная система медлительна, непрозрачна и подвержена вмешательству со стороны правящей элиты.

Вьетнам: большие проблемы под спудом

За последнее десятилетие среди всех стран РР Вьетнам стал настоящим баловнем судьбы. С населением в 90 миллионов человек, приростом рабочей силы на один миллион человек в год и средним темпом экономического роста на уровне 6,5% с 1990-х годов эта страна производит сильное впечатление.

В период с 2005 по 2010 годы доля банковского кредита в ВВП выросла более чем в два раза, с 60 до 135%

Вопрос заключается в следующем: можно ли считать 5%-й экономический рост в 2012 году (самое низкое значение за последние 13 лет) временным отклонением или этот показатель знаменует начало сложного периода в жизни страны?

Вьетнам сильно зависит от экспорта сырьевых товаров (в 2011 году на их долю приходилась почти четверть ВВП). Китай — это основной пункт назначения для значительной части важнейших статей вьетнамского экспорта (текстиля и риса), что делает экспортную зависимость Вьетнама еще более острой.

Несмотря на то что в 2007 году Вьетнам вступил во Всемирную торговую организацию, повышения уровня финансовой свободы в период кризиса не произошло (рейтинг страны по этому показателю составляет 30 пунктов). Один из наиболее значимых уроков финансового кризиса и последовавших за ним потрясений заключается в том, что восстановление нередко требует длительного времени. Для многих развитых стран сокращение доли заемных средств оказалось долгим и тернистым путем. В последнее десятилетие внутренний кредит Вьетнама увеличивался астрономическими темпами. В период с 2005 по 2010 годы доля банковского кредита в ВВП выросла более чем в два раза, с 60 до 135%. К сожалению, этот кредитный бум свелся главным образом к кредитованию неэффективных государственных компаний, на долю которых приходится 40% ВВП страны, и в результате корпоративный сектор оказался обременен огромными долговыми обязательствами. Выделение помощи для вывода предприятий из кризиса уже началось, однако корпоративный сектор страны настолько глубоко

увяз в долговой трясине, что на снижение долговой нагрузки уйдут годы.

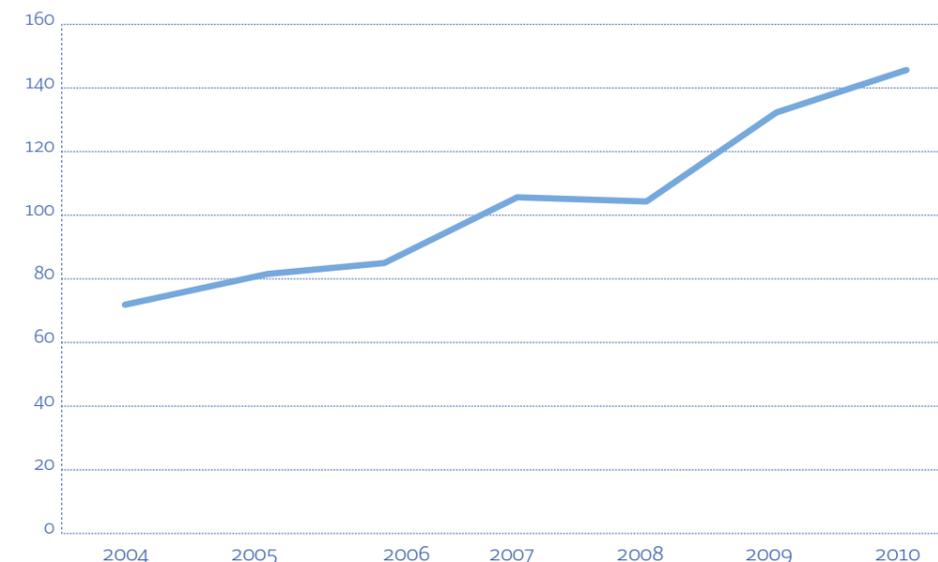
Ожидания того, что государство возьмет на себя ведущую роль в выводе из кризиса банковской системы (и части государственного корпоративного сектора), нанесли ущерб кредитному рейтингу Вьетнама (он опустился на 17-е снизу место по изменению качества кредита). Кроме того, в 2010 и 2012 годах произошло снижение суверенного рейтинга.

Ситуация во Вьетнаме была бы небезнадежной, если бы происходило формирование качественных институтов. К сожалению, именно это и есть ахиллесова пята страны. Рейтинг Вьетнама в сфере защиты прав собственности, 15 пунктов, входит в число самых низких в мире и намного уступает показателям соседних развивающихся стран Юго-Восточной Азии. По мнению Heritage Foundation, с точки зрения защиты прав собственности вьетнамскую судебную систему

нельзя назвать независимой и достаточно эффективной. Система не обеспечивает строгого соблюдения прав собственности, и порой на разрешение споров уходят годы. Широко распространено нарушение прав интеллектуальной собственности. Повальное мошенничество, коррупция и слабое корпоративное управление сильно затрудняют чистку корпоративного и банковского секторов в ближайшие месяцы и годы.

Из положительных моментов следует отметить то, что Вьетнам занял 20-е место среди всех стран РР по улучшению в сфере ИКТ. По данным IDC, совокупные расходы на ИТ (услуги и программное обеспечение) в 2007–2012 годы выросли с 2 до 3 миллиардов долл. США. Кроме того, компании начали экспериментировать с облачными вычислениями, стремясь сократить капитальные расходы, а рынок телекоммуникаций достиг 90% го насыщения. Минусы заключаются в том, что рост сектора ИКТ

Рисунок 7. Вьетнамский кредитный пузырь (Банковский кредит как доля ВВП)



Источник: Institutional Investor

во Вьетнаме для данного региона не был выдающимся (страны Азии характеризуются самым быстрым ростом в этой области), а многие вьетнамские ИТ-компании находятся в государственной собственности.

Заключительные замечания

Лет десять назад, когда страны РР находились на подъеме, лишь очень немногие из них действительно занимались улучшением своих экономических детерминантов. Так, темпы роста экономики стран Африки к югу от Сахары в прошлом десятилетии составляли примерно 6% в год, однако лишь 6 из 48 стран улучшили свои показатели защиты прав собственности и только 8 повысили уровень финансовой свободы. В большинстве стран произошло дальнейшее усиление зависимости от сырьевых товаров.

В данной работе утверждается, что благодаря слиянию нескольких однократно возникающих факторов минувшее десятилетие стало для стран РР подарком судьбы — периодом больших возможностей. В отсутствие подобного попутного ветра большинству стран РР, для того чтобы заново запустить экономический рост в последующие годы, придется заняться улучшением основных детерминантов. В своей работе мы выявили пять факторов, необходимых для достижения экономического роста в посткризисный период. Важность каждого фактора варьируется от страны к стране, однако в совокупности эти пять факторов имеют решающее значение для стран РР, которые лишились возможности пользоваться преимуществами высоких цен на сырьевые товары, доступного кредита и возросшей мировой экономической активности.

В прошлом большинство стран, не подвергшихся воздействию тяжелого экономического или финансового кризиса, не проводили структурных или значимых экономических реформ, и это было для них нормой. Реформирование редко оказывается простой задачей, поскольку преобразования угрожают устоявшимся интересам. Например, в Китае открытие счета операций

с капиталом, которое в немалой степени способствовало бы либерализации финансового сектора, для властей означало бы потерю контроля над движением капитала (как притоков в Китай, так и оттоков из него). В России переход 100 долларовой отметки в процессе роста цен на нефть в значительной степени ослабляет потребность в реформах — в частности, в принятии законов, которые обеспечивают либерализацию прямых иностранных инвестиций. Любопытно, однако, что резкое замедление темпов экономического роста в Индии открыло недавно путь к либерализации зарубежных инвестиций.

Вполне возможно, что факторы, которые способствовали росту стран РР в минувшем десятилетии, в ближайшие годы вновь начнут действовать, и это благоприятно отразится на экономическом росте развивающегося мира. Тем не менее в настоящий момент такое развитие событий маловероятно.

V. Приложение

Таблица 6. Сводные статистические данные (2007–2012 годы)

Страна	Экспорт сырьевых товаров (в % ВВП)	Страна	Экспорт сырьевых товаров (в % ВВП)	Страна	Экспорт сырьевых товаров (в % ВВП)
0–5%		Грузия	7	Республика Киргизия	20
Непал	1	Иордания	7	21–25%	
Китай	2	Марокко	7	Болгария	21
Камбоджа	2	Уганда	7	Молдова	21
Доминиканская Республика	2	Армения	8	Зимбабве	21
Израиль	2	Венгрия	9	Гондурас (2009 г.)	22
Самоа	2	Мальдивы (2009 г.)	9	Парагвай	22
Тонга	2	Маврикий	9	Бутан (2009 г.)	23
Пакистан	3	Тунис	9	Вьетнам (2009 г.)	23
Турция	3	Коста-Рика	10	Республика Йемен (2009 г.)	24
Барбадос	3	Кения	10	Литва	25
Багамы	3	Сенегал	10	26–30%	
Кипр	3	Словацкая Республика	10	Никарагуа	26
Гамбия	3	11–15%		Малайзия	27
Ливан	3	Колумбия	11	Эквадор	27
Индия	4	Аргентина	12	Чили	29
Филиппины	4	ЮАР	12	Боливия	30
Руанда	4	Босния и Герцеговина	12	Мозамбик	30
Албания	5	Гватемала	12	31–35%	
Бурунди	5	Украина	13	Катар	31
Мадагаскар (2009 г.)	5	Уругвай (2009 г.)	13	Казахстан (2009 г.)	32
6–10%		Индонезия	14	Алжир	35
Бразилия	6	Танзания	14	36–40%	
Румыния	6	Таиланд	15	Панама	36
Ботсвана	6	Латвия	15	Кот-д'Ивуар	37
Хорватия	6	16–20%		Нигерия	40
Сальвадор	6	Боливарианская Республика Венесуэла	16	41–45%	
Ямайка	6	Камерун	16	Замбия	41
Мальта	6	Фиджи	18	46–50%	
Шри-Ланка	6	Малави	19	Габон (2009 г.)	47
Того	6	Перу	20	Кувейт	48
Мексика	7	Российская Федерация	20	Азербайджан	49
Польша	7	Белоруссия	20	Саудовская Аравия	50
Арабская Республика Египет	7	Эстония	20	Оман (2009 г.)	51
Эфиопия	7	Гана	20	Мавритания	51
				Бахрейн (2009 г.)	54

Финансовая свобода

Прозрачная и открытая финансовая система гарантирует справедливый доступ к финансированию и способствует развитию предпринимательства. Открытая банковская среда стимулирует конкуренцию, которая, как правило, обеспечивает наиболее эффективное финансовое посредничество между домашними хозяйствами и фирмами, а также между инвесторами и предпринимателями.

Благодаря взаимодействию спроса и предложения рынки предоставляют информацию о ценах в режиме реального времени и немедленно наказывают тех, кто принял неверные решения. Успех этого процесса зависит от прозрачности рынка и полноты доступной информации. И то и другое можно обеспечить при помощи действенной системы регулирования, требующей раскрытия информации и проведения независимого аудита.

Деятельность банков, которые играют ведущую роль, постоянно дополняется иными финансовыми услугами, открывающими дополнительные возможности для получения капитала или диверсификации риска. Как и в случае с банковской системой, государство может принести пользу, если будет регулировать эти учреждения, обеспечивая прозрачность и честность, а также поощряя раскрытие информации об активах, пассивах и рисках.

Государственное регулирование банков и финансов, выходящее за рамки обеспечения прозрачности и честности на финансовых рынках, может отрицательно сказаться на эффективности, повысить стоимость финансирования предпринимательской деятельности и ограничить конкуренцию. К примеру, вмешиваясь в деятельность рынка акций, государство оспаривает решения, принимаемые миллионами людей, и тем самым нарушает ценообразование на капитал — наиболее важную функцию рыночной экономики. Рынки акций на непрерывной основе измеряют ожидаемые

Независимость, прозрачность и эффективность судебной системы представляют собой ключевые факторы, от которых зависит долгосрочный экономический рост страны

прибыли и убытки публичных компаний. Это измерение играет большую роль в выделении капитала на цели, имеющие наибольшую ценность, что позволяет удовлетворить самые насущные нужды потребителей.

Страновой кредитный рейтинг

В основе страновых кредитных рейтингов журнала Institutional Investor лежат сведения, которые предоставляются старшими экономистами и аналитиками суверенной задолженности из ведущих мировых банков, а также фирмами, занимающимися управлением денежными потоками и обеспечением безопасности. Два раза в год респонденты оценивают каждую страну по шкале от 0 до 100, где 100 пунктов означают наименьшую вероятность дефолта. Более подробная информация представлена на сайте <http://www.Institutionalinvestor.com/Research/3633/Global-Rankings.html>.

Права собственности (по определению Heritage Foundation)

Способность накапливать частную собственность и богатство считается основным механизмом мотивации для работников и инвесторов в условиях рыночной экономики. Признание прав частной собственности при наличии достаточных гарантий верховенства закона для их защиты — жизненно важное свойство, которое обеспечивает полноценное функционирование рыночной экономики. Защищенность прав собствен-

ности дает гражданам уверенность, необходимую для осуществления предпринимательской деятельности, откладывания средств и построения долгосрочных планов: они знают, что их доходы, сбережения и собственность (как материальная, так и интеллектуальная) защищены от несправедливой экспроприации или кражи.

Защита частной собственности требует наличия действенной и беспристрастной судебной системы, открытой для всех — в равной степени и без дискриминации. Независимость, прозрачность и эффективность судебной системы представляют собой ключевые факторы, от которых зависит долгосрочный экономический рост страны. Кроме того, эта система играет жизненно важную роль в поддержании мира и безопасности, а также в защите прав человека.

Ключевым аспектом защиты прав собственности является обеспечение исполнения договоров. Добровольное принятие на себя договорных обязательств служит фундаментом рыночной системы и основой для экономической специализации, получения выгоды от товарообмена и торговли между странами. Беспристрастный контроль со стороны государства за исполнением частных договоров имеет большое значение, поскольку гарантирует справедливость и честность операций на рынке.

Индекс Heritage Foundation измеряется по шкале от 0 до 100 (более высокие оценки указывают на более активную защиту прав собственности), шаг прироста составляет 10 пунктов.

ОБЗОРЫ IEMS

Номер 09-01	«Мировой финансовый кризис: его влияние и ответные действия в России и Китае» (февраль 2009).
Номер 09-02	«Управление в условиях экономического спада. Возможности и стратегическое реагирование в России и Китае» (март 2009).
Номер 09-03	«Глобальная экспансия транснациональных корпораций России и Китая: адаптация в условиях кризиса» (май 2009).
Номер 09-04	«Российские и китайские транснациональные компании: операционные трудности и вызовы кризиса» (июнь 2009).
Номер 09-05	«Деятельность транснациональных компаний на развивающихся рынках: посткризисная коррекция притока прямых иностранных инвестиций (FDI) в Китай и Россию» (август 2009).
Номер 09-06	«Демография – это судьба? Как демографические изменения повлияют на экономическое будущее БРИК» (сентябрь 2009).
Номер 09-07	«Структура управления публичных компаний: в России и Китае» (декабрь 2009).
Номер 10-01	«Размер имеет значение: насколько велик масштаб БРИК?» (январь 2010).
Номер 10-02	«К вопросу о «разъединении»: действительно ли страны БРИК могут пойти своим собственным путем?» (февраль 2010).
Номер 10-03	«Новая география» международной торговли «Как страны с формирующимся рынком быстро меняют мировую торговлю» (март 2010).
Номер 10-04	«Частая смена кадров на высших руководящих позициях в России и Китае с точки зрения корпоративного управления и стратегического менеджмента» (апрель 2010).
Номер 10-05	«Суверенные фонды благосостояния и новая эра богатства БРИК» (июль 2010).
Номер 10-06	«Корпоративные гиганты и экономический рост: случай Китая и России» (август 2010).
Номер 10-07	«Исчезает ли дешевое обрабатывающее производство в Китае? — Кто станет следующей мировой фабрикой?» (ноябрь 2010).
Номер 11-01	«Новая нефтяная парадигма: может ли развивающийся мир жить при цене на нефть выше 100 долларов?» (январь 2011).
Номер 11-02	«За рамками бизнеса, в рамках государства: как лидеры корпоративной социальной ответственности Китая и России занимаются благотворительностью» (февраль 2011).
Номер 11-03	«Все дороги ведут в Рим: высокорезультативные фирмы в Китае и России» (июнь 2011).
Номер 11-04	«Развитие и результаты функционирования фондовых рынков в странах с быстроразвивающимися рынками» (июль 2011).
Номер 11-05	«Политическое измерение добрых дел: управление отношениями с государством посредством КСО в России и Китае» (август 2011).
Номер 11-06	«Цены на продовольствие: движущие факторы и воздействие на благосостояние в странах с быстроразвивающимися рынками» (сентябрь 2011).
Номер 11-07	«Стремительный рост влияния финансовых рынков быстроразвивающихся стран» (сентябрь 2011).
Номер 11-08	«Мировой финансовый кризис и результативность банков стран с быстроразвивающимися рынками: исследование эффективности банков» (сентябрь 2011).
Номер 11-09	«Рост затрат на ведение бизнеса в странах с быстроразвивающимися рынками: оценка вероятного воздействия на предпринимателей в тяжелые экономические времена» (октябрь 2011).
Номер 11-10	«Мучитель, жертва или кто-то еще: объяснение публичных кризисов с транснациональными корпорациями в Китае и России» (ноябрь 2011).
Номер 11-11	«Становление африканских львов» (декабрь 2011).

Номер 12-01	«Индекс «мягкой силы» IEMS для стран с быстроразвивающимися рынками» (февраль 2012).
Номер 12-02	«Рискованность банков стран БРИК в рискованном мире» (май 2012).
Номер 12-03	«Скрывать или бороться: представление недостоверной информации о прибыли в странах с быстроразвивающимися рынками — Китае и России» (июнь 2012).
Номер 12-04	«Дивный новый мир. Индекс быстроразвивающихся рынков 2011-2012 гг.» (август 2012).
Номер 12-05	«Навстречу Евразийскому Союзу: Возможности и Угрозы в Регионе СНГ» (октябрь 2012).
Номер 12-06	«Сырьевые товары и быстрорастущие рынки: неразрывная связь?» (ноябрь 2012).
Номер 12-07	«Потоки капитала и быстрорастущие рынки: 1995–2010 годы» (декабрь 2012).
Номер 13-01	«Потоки Прямых Иностранных Инвестиций в регионе Ближнего Востока и Северной Африки: особенности и влияние» (январь 2013).
Номер 13-02	«Прибыльный рост: как избежать «фетиша роста» в странах с быстроразвивающимися рынками» (февраль 2013).
Номер 13-03	«Что представляет собой ваша компания? Как выбрать местоположение, чтобы конкурировать на быстроразвивающихся рынках» (февраль 2013).
Номер 13-04	«Надвигающееся цунами или морской отлив? Трансграничное кредитование в странах Европы с быстроразвивающимися рынками» (март 2013).
Номер 13-05	«Институциональный регресс в странах с переходной экономикой: принцип "следуй за лидером"» (август, 2013).
Номер 13-06	«Победители и проигравшие: производство в странах с быстроразвивающимися рынками» (август, 2013).
Номер 13-07	«Банки и рынки капитала: какая финансовая структура оптимальна для быстроразвивающихся рынков» (октябрь, 2013).
Номер 13-08	«Эликсир роста: как развивающимся рынками избежать ловушки среднего дохода» (ноябрь, 2013).
Номер 13-09	«Оценка развивающихся рынков в посткризисный период: новая методология» (декабрь, 2013).

ТЕМАТИЧЕСКИЕ ДОКЛАДЫ IEMS

- Номер 10-01 «Крупнейшие автомобильные рынки мира в 2030 году: Страны с формирующимся рынком преобразуют мировую автомобильную промышленность» (май 2010).
- Номер 10-02 «Приз за производительность. Учет факторов экономического роста стран БРИК в последние годы: чудо или мираж?» (июнь 2010).
- Номер 10-03 «Великий уравниватель. Рост глобального среднего класса в странах с формирующимся рынком» (сентябрь 2010).
- Номер 10-04 «Независимость центральных банков и глобальный финансовый обвал: Взгляд из стран с формирующимся рынком» (ноябрь 2010).
- Номер 11-01 «Дивный новый мир. Классификация стран с быстроразвивающимися рынками — новая методология, Индекс быстроразвивающихся рынков СКОЛКОВО» (февраль 2011).
- Номер 11-02 «Новая география потоков капитала» (март 2011).
- Номер 11-03 «Все новое — это хорошо забытое старое. Меры контроля за операциями с капиталом и макроэкономические детерминанты предпринимательской деятельности в странах с быстроразвивающимися рынками» (апрель 2011).

Данная публикация содержит обобщенную информацию и предназначена только для ознакомления. Информация, предоставленная в данной публикации, не может рассматриваться в качестве профессиональных рекомендаций. Ни IEMS, ни Московская школа управления СКОЛКОВО не несут ответственности за прямые или косвенные убытки, которые получатель данного исследования может понести, руководствуясь в своих действиях материалами из настоящей публикации. По любым конкретным вопросам следует обращаться к соответствующему консультанту.

Взгляды и суждения третьих сторон, приведенные в настоящей публикации, не всегда отражают точку зрения Московской школы управления СКОЛКОВО.





Московская школа управления СКОЛКОВО — совместный проект представителей российского и международного бизнеса, объединивших усилия для создания с нуля бизнес-школы нового поколения. Делая упор на практические знания, Московская школа управления призвана воспитывать лидеров, рассчитывающих применять свои профессиональные знания в условиях быстрорастущих рынков. СКОЛКОВО отличают: лидерство и предпринимательство, фокус на быстроразвивающиеся рынки, инновационный подход к методам обучения. Проект Московской школы управления СКОЛКОВО реализуется по принципу частно-государственного партнерства в рамках приоритетного национального проекта «Образование». Проект финансируется исключительно на средства частных инвесторов и не использует средства государственного бюджета. Председателем Международного Попечительского совета СКОЛКОВО является Премьер-министр Российской Федерации Дмитрий Анатольевич Медведев.

С 2006 года СКОЛКОВО проводит краткосрочные образовательные программы Executive Education для руководителей высшего и среднего звена — программы в открытом формате, а также специализированные, разработанные по запросу компаний интегрированные модули. В январе 2009 года началась первая программа Executive MBA, в сентябре 2009 года — первая международная программа FuHH-time MBA.

Московская школа управления СКОЛКОВО
143025, Россия, Московская область
Одинцовский район
дер. Сколково, ул. Новая, 100
тел.: +7 495 580 30 03
факс: +7 495 994 46 68
E-mail: info@skolkovo.ru
Website: www.skolkovo.ru

Институт исследований развивающихся рынков бизнес-школы СКОЛКОВО (IEMS) — международный исследовательский центр, основное направление научной деятельности которого — анализ вопросов управления и экономики в развивающихся странах. Наша миссия — проведение исследовательской работы, которая обладает практическим эффектом и направлена на анализ ключевых проблем роста стран с развивающейся экономикой.

Научные сотрудники Института, во взаимодействии с международной сетью высших учебных заведений, проводят комплексные, практические и сравнительные исследования. Результаты научной работы распространяются среди политических деятелей, предпринимателей, представителей деловых кругов и научного сообщества по всему миру. Ключевые направления и виды нашей исследовательской деятельности:

- Оценка экономических, социальных и корпоративного управления
- Прикладные и проектные исследования
- Всесторонние и междисциплинарные исследования
- Сравнительный анализ стран с формирующейся рыночной экономикой
- Научные исследования, обладающие практической ценностью и обширной областью применения

В настоящее время у нас открыт офис в Москве, в будущем, мы планируем открыть региональные отделения во всех крупных развивающихся странах, включая Индию, Ближний Восток, Южную Африку и Бразилию.

Институт исследований развивающихся рынков (IEMS)
143025, Россия, Московская область
Одинцовский район, дер. Сколково, ул. Новая, 100
тел. +7 495 580 30 03, факс +7 495 994 46 68

E-mail: iems@skolkovo.ru
Website: www.iems.skolkovo.ru