



**ФИНАНСЫ и РАЗВИТИЕ**

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

Март 2010 года

**Николас Стерн  
об изменении  
климата**

**Два десятилетия  
таргетирования  
инфляции**

**Возможности  
для снижения  
цен на жилье**

**Саймон Джонсон  
о бонусах**

**Опасность  
финансовых  
пирамид**

# Награда или наказание

**Когда спорт помогает странам выиграть**



**Финансы & развитие** издается Международным Валютным Фондом ежеквартально на английском, арабском, испанском, китайском, русском и французском языках. Издание на русском языке ISSN 1020-8151

**ГЛАВНЫЙ РЕДАКТОР**

Джереми Клифт

**РУКОВОДЯЩИЙ РЕДАКТОР**

Марина Приморац

**СТАРШИЕ РЕДАКТОРЫ**

Камилла Андерсен

Джеймс Роу

Саймон Уилсон

Юнь-сун Хан

**МЛАДШИЕ РЕДАКТОРЫ**

Маурин Берке

Жаклин Делорье

Натали Рамирес-Джумена

**РУКОВОДИТЕЛЬ ТВОРЧЕСКОЙ СЛУЖБЫ**

Луиса Менхивар

**ХУДОЖЕСТВЕННЫЙ РЕДАКТОР**

Лай Ой Луи

**ПОМОЩНИКИ РЕДАКТОРА**

Лиджун Ли

Николь Брайнен-Кимани

**СОВЕТНИКИ РЕДАКТОРА**

Хельге Бергер

Бас Бэккер

Джеймс Гордон

Тим Каллен

Ана Корбачо

Альфредо Куэвас

Пауло Мауро

Жан-Мария Милези-Ферретти

Пол Милс

Ума Рамакришнан

Родни Рамчаран

Доменико Фаницца

Томас Хелбинг

Пол Хилберс

Адриен Чисти

Марсело Эстевао

**ИЗДАНИЕ НА РУССКОМ ЯЗЫКЕ**

подготовлено Отделом переводов МВФ

**РЕДАКТОР**

Александра Акчурина

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

© 2009 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](http://www.copyright.com). За этот вид услуг взимается номинальная плата.

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

**Услуги подписчикам, изменение адреса и заявки на рекламу:**

IMF Publication Services

700 Nineteenth Street, NW

Washington, DC, 20431, USA

Телефон: (202) 623-7430

Факс: (202) 623-7201

Эл. почта: [publications@imf.org](mailto:publications@imf.org)



**ФИНАНСЫ & РАЗВИТИЕ** ЕЖЕКВАРТАЛЬНЫЙ ЖУРНАЛ  
МЕЖДУНАРОДНОГО ВАЛЮТНОГО ФОНДА  
Март 2010 • Выпуск 47 • Номер 1

## ОСНОВНЫЕ СТАТЬИ

### КОГДА СПОРТ ПОМОГАЕТ СТРАНАМ ВЫИГРАТЬ

**6 Награда или наказание?**

Спортивные мероприятия, такие как Кубок мира по футболу, стимулируют торговлю во всем мире и помещают в центр внимания принимающую страну

*Джереми Клифт*

**8 Стоит ли?**

Принимать у себя Олимпийские игры и другие грандиозные спортивные мероприятия — честь, которой добиваются многие страны, но почему?

*Эндрю Зимбалист*

**12 Олимпийский торговый эффект**

Страны, подающие заявку на проведение Олимпийских игр, тем самым сигнализируют о том, что они готовы к либерализации торговли

*Эндрю К. Роуз и Марк М. Шпигель*

**14 Удачный старт**

Если жизнь подобна крикету, то счастливый случай много значит для успеха в карьере

*Шехар Айяр и Родни Рамчаран*



8

### ПОСЛЕ КРИЗИСА

**20 Избежать протекционизма**

Пока мир удерживается от распространения ограничительных мер в области торговли, но самый трудный период, возможно, еще впереди

*Кристиан Хенн и Брэд Макдоналд*

**29 Дифференцированное воздействие**

Почему некоторые страны пострадали сильнее других во время глобального кризиса

*Пелин Беркмен, Гастон Джелос, Роберт Реннхак и Джеймс П. Уолш*

**32 Их чаша переливается через край**

Кризисы на финансовых рынках США и Соединенного Королевства вызвали вторичные эффекты для остального мира, что объясняет синхронизированность глобального спада

*Трунг Буи и Тамим Байоуми*

**35 Повесть о двух регионах**

Кредитование стран с формирующимся рынком иностранными банками во время глобального кризиса различалось от континента к континенту.

*Хорхе Иван Каналес-Крильенко, Брахима Кулибали и Херман Кэмиль*

**42 «Большие и ужасные» бонусы?**

Должны ли банкиры получить свои бонусы?

*Стивен Н. Каплан*

Бонусы и пагубный цикл

*Саймон Джонсон*

**50 Уроки прошлого**

Страны Совета по сотрудничеству стран Персидского залива встретили глобальный финансовый кризис, находясь на прочных позициях.

*Мэй Камис и Абделхак Сенгаджи*



16

Интернет-подписка по адресу: [www.imfbookstore.org/f&d](http://www.imfbookstore.org/f&d)



## Кончина культовой фигуры в МВФ

**М**Ы с глубоким прискорбием сообщаем о смерти в феврале Жака Полака, о котором рассказывалось в июньском номере «Финансов & развития». Д-р Полак был культовой фигурой в МВФ и присутствовал при создании Фонда в 1944 году.

В течение трех десятилетий работы на руководящих постах в МВФ он играл важную роль в развитии международной валютно-финансовой системы — ее создании в годы непосредственно после Второй мировой войны и перестройке в начале 1970-х годов после распада системы фиксированных валютных курсов. Он играл ведущую роль в разработке специальных прав заимствования — международного резервного актива, который использовался не далее как в прошлом году для укрепления международной ликвидности во время глобального финансового кризиса.

Однако, по общему мнению г-на Полака и его коллег, наиболее важным вкладом этого экономиста как в экономическую теорию, так и в работу организации, где он прослужил шесть десятилетий, была разработка одноименной модели Полака в 1957 году.

Модель Полака объясняла платежный баланс страны с денежно-кредитной точки зрения, позволяя экономистам понять причины международных экономических дисбалансов страны. Выделяя создание внутреннего кредита в качестве источника проблем платежного баланса, модель давала МВФ возможность рекомендовать меры, которые должна прини-

мать испытывающая экономические трудности страна для их преодоления.

Д-р Полак, которому на момент кончины было 95 лет, также занимал пост президента Фонда Пера Якобссона МВФ с 1987 по 1997 год, а впоследствии продолжал работать в качестве консультанта, приходя в МВФ несколько раз в неделю до конца 2007 года. Всем нам его будет очень не хватать.

\*\*\*\*\*

В этом номере «Ф&Р» рассматривается вопрос о том, почему страны соперничают друг с другом, чтобы принимать у себя самые дорогостоящие мировые спортивные мероприятия, а в нескольких статьях изучаются продолжающиеся негативные последствия глобального экономического кризиса. Как обычно, мы затрагиваем ряд острых актуальных вопросов, включая цены на жилье, протекционизм, бонусы банков, схемы Понци и долларизацию. В разделе «Представьте себе» показывается, что число голодающих вновь возрастает в различных частях мира, а в нашей регулярной рубрике «Люди в экономике» мы рассказываем о Дароне Асемоглу, интеллектуале родом из Турции, который в 2005 году выиграл приз Американской экономической ассоциации как наиболее влиятельный экономист США в возрасте до 40 лет.

**Джереми Клифт,**  
главный редактор

### А ТАКЖЕ В ЭТОМ НОМЕРЕ

- 16 Цены на жилье: возможно ли дальнейшее снижение?**  
В исторической перспективе отличительной особенностью цен на жилье является их волатильность, а не их тренд  
*Пракаш Лунгани*
- 24 Точка зрения: вызов столетия**  
Изменение климата — это проблема неэффективности рыночного механизма в глобальных масштабах; она должна решаться в совокупности с проблемами задолженности и глобальных экономических дисбалансов  
*Алекс Боуэн, Маттиа Романи и Николас Стерн*
- 26 Непрозрачные сделки**  
Не все финансовые инновации приводят к повышению эффективности. Рассматриваются три инновации с сомнительными результатами  
*Рандалл Додд*
- 37 Опасность финансовых пирамид**  
Органам регулирования необходимо останавливать схемы Понци до того, как они разрастутся, особенно в развивающихся странах  
*Хантер Монроу, Ана Карвахал и Кэтрин Патилло*
- 46 Таргетированию инфляции исполняется 20 лет**  
Все большее число стран с успехом применяет определенный темп роста инфляции в качестве главной цели своей денежно-кредитной политики

### 40 Представьте себе

#### Голод растет

Число голодающих в мире превысило один миллиард человек  
*Дэйвид До и Денис Дрекслер*

### 44 Возвращение к основам

#### Что такое инфляция?

*Джейда Онер*

### 53 Книжное обозрение

*The Creation and Destruction of Value: The Globalization Cycle*, Harold James

*This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff

*The Aid Trap: Hard Truths about Ending Poverty*, R. Glenn Hubbard and William Duggan

*Soccernomics*, Simon Kuper and Stefan Szymanski

### 57 Крупным планом

#### Сокращение долларизации в Латинской Америке

Латиноамериканские страны придают большую ценность своим национальным валютам  
*Хосе М. Кармас*

**Иллюстрации:** стр. 26–27 — Том Вуд; стр. 37 — Стэнли Маркуччи, Images.com/Corbis; стр. 46 — Стив Кропп, Images.com/Corbis.

**Фотографии:** обложка — Чжэн Бин/Xinhua Press/Corbis; стр. 2 — Юджин Салазар, МВФ; стр. 6–7 — Мэттью Аштон/AMA/Corbis; стр. 8–9 — Getty Images; р. 12 — Уолли Макнами/Corbis; стр. 14 — Ник Ботма/EPA/ZUMAPRESS.COM; стр. 16–17 — Харф Зиммерман; стр. 20 — Макдуф Эвертон/Corbis; стр. 29 — Патрис Латрон/Corbis; стр. 32 — Иан Уолди/Getty Images; стр. 40 — UN Photo/Марко Дормино; стр. 41 — UN Photo/София Парис; стр. 50 — Джордж Хаммерстейн/Corbis; стр. 53–56 — Майкл Спилотро, МВФ.

## РУБРИКИ

### 2 Люди в экономике

#### Возмутитель спокойствия

*Саймон Уилсон представляет Дарона Асемоглу*

# Возмутитель спокойствия

Саймон Уилсон представляет  
Дарона Асемоглу

**В** ПЕРВЫЕ Дарон Асемоглу убедился в важности регулирования в рыночной системе, когда провел ночь в тюрьме. Он был тогда подростком и в числе других начинающих водителей, еще не имеющих водительских прав, гонял по пустому шоссе в Стамбуле, Турция, которое обычно использовалось для практики такими начинающими водителями, как он. Но в тот день решила вмешаться полиция. После быстрой облавы Асемоглу и несколько других водителей были отправлены в камеры одного из центральных полицейских участков, а на следующее утро они получили суровый выговор.

«Без правил и предсказуемых законов рынки не работают», — с сожалением признает Асемоглу, который теперь стал старше и мудрее и является профессором прикладной экономики фонда Чарльза П. Киндлбергера в Массачусетском технологическом институте (МТИ). Несколько часов разглядывания бетонной изнанки его камеры и последующее административное взыскание надолго привили ему осознание важности беспристрастно применяемых правил, даже на очевидно свободных рынках.

«Все до единого рынки в мире регулируются, вопрос лишь в степени регулирования», — размышляет Асемоглу, глядя из окна своего кабинета на холодный белесый пейзаж замерзшей реки Чарльз, протекающей через Кембридж, штат Массачусетс. «Когда есть некий судья, следящий за исполнением законов, это означает регулирование. Это значительно более ощутимо в развивающихся странах, где рынки не работают именно из-за отсутствия необходимых правил и институтов. Государство часто является преградой для функционирования рынков, но чтобы рынки действительно могли работать, им требуется государствен-



ная поддержка посредством поддержания правопорядка, регулирования и государственных услуг».

### Ранний опыт

Знакомство в раннем возрасте с работой правоохранительных органов было одним из факторов, побудивших Асемоглу избрать его карьеру, которая в последнее время посвящена вопросу о том, почему некоторым государствам удается стать действенными источниками богатства и реализации человеческих возможностей, тогда как другие становятся и остаются государствами-банкротами. Этот экономист, родившийся в Стамбуле, пришел к этой области исследований окольным путем. Сначала он изучал политологию, затем распространил свои исследования на экономику, а позже и вовсе прекратил изучение политики.

В Йоркском университете в северной Англии в середине 1980-х годов Асемоглу сосредоточился на макроэкономике, но все более приходил к выводу, что макроэкономические тенденции проистекают из микроэкономики. «Если хочешь полностью разобраться в более общей макроэкономической ситуации, включая рост, политическую экономию, долгосрочные проблемы, нужно понять базовые принципы на микроуровне, такие как стимулы, распределение ресурсов, технологический прогресс и накопление капитала».

Благодаря этому осознанию и разъяснению взаимного наложения и взаимодействия двух основных дисциплин экономики Асемоглу воплотил в себе необычный гибрид, вносивший сумятицу в устоявшееся разграничение. «Многое из того, чем я занимаюсь, — это теория политической экономики, которая, в свою очередь, по существу во многом сводится к применению теории игр. Так что можно сказать, что это исследования микроуровня, но они также решают задачи выяснения более общей картины, которые составляют предмет гордости исследователей макроуровня».

После Йорка Асемоглу закончил аспирантуру Лондонской школы экономики (ЛШЭ), где он пережил «поворотный момент», встретив Джеймса Робинсона, ныне профессора государственного управления в Гарвардском университете, который стал его многолетним партнером в научной работе. Асемоглу и Робинсон разговорились и быстро перешли от слов к делу. «Мы согласились, что главным фактором для запуска процесса экономического развития является демократия, — вспоминает Асемоглу. — Но не было моделей, объясняющих становление демократии, и политологическая литература ничем не могла помочь, поэтому мы занялись этой темой в 1995 году и до сих пор продолжаем эту работу».

Робинсон вспоминает размахивающего руками человека в помятом костюме, сидящего в первом ряду участников семинара ЛШЭ, который громко выражал сомнения в обоснованности его методологии. «В начале 1992 года я выступал на семинаре с презентацией моего исследования, и прямо передо мной сидел очень надоедливый аспирант, который постоянно прерывал меня и придирался к моей презентации. Потом мы с компанией пошли поужинать, и я очутился за столом рядом с тем же назойливым типом. Однако мы разговорились, и я узнал, что у него есть кое-какие оригинальные идеи, которые он очень вразумительно объяснял. Это был Дарон». По-видимому, Асемоглу систематически использует тактику спора для оценки потенциальных партнеров по научной работе, поскольку другой будущий соавтор, профессор экономики ЛШЭ Стив Пишке, вспоминает, что с ним случилась такая же история. «Я выступал с лекцией на семинаре в ЛШЭ в 1991 году, и этот несносный аспирант в первом ряду все расспрашивал меня о методах моей работы и требовал дополнительной информации, — вспоминает Пишке. —

И потом, когда мы пошли в ресторан, Дарон тоже за словом в карман не лез».

### Совместные исследования

К началу 1993 года Асемоглу и Робинсон, который тогда преподавал в Австралии, стали обмениваться идеями о темах исследований, пользуясь новомодным средством связи. «Это был мой первый опыт использования электронной почты, — вспоминает Робинсон. — Мы начали посылать друг другу свои работы по электронной почте, и вдруг выяснилось, что мы, независимо и в отдельности друг от друга, написали две почти идентичные работы на одну и ту же тему». Проявив свойственную настоящим экономистам глубокую неприязнь к дублированию работы и неэффективности, двое ученых стали объединять свои исследования.

К тому времени, когда его сотрудничество с Робинсоном набрало обороты, Асемоглу поступил на свою «первую настоящую работу» — в 1993 году он стал доцентом экономики в МТИ. Очень скоро его пренебрежительное отношение к сложившимся в его профессии ограничениям вызвало широкий резонанс в коридорах здания на берегах реки Чарльз. Вдохновленный оригинальностью вклада Робинсона, Асемоглу в своей работе в Кембридже, штат Массачусетс, продолжал развивать смешанное макро- и микронаправление исследований по теории политической экономики, которое он впервые наметил в Лондоне.

«Когда меня выдвинули на повышение в должности в МТИ, мои руководители в преподавательском составе отметили, что в основном я выполняю качественную и интересную работу, которая получила хорошие отзывы. Но они также сказали: “Право же, Вам следует оставить свое исследование по политической экономике”. В результате я отложил эту часть своей работы на последующие два года, пока не получил бессрочный контракт». К тому времени как в 1998 году Асемоглу была предоставлена тенура в МТИ, его подход в области политической экономики стал практически главным.

### Концепции самоуспокоенности

Вместе с другими экономистами в высших учебных заведениях Асемоглу стал анализировать работу людей своей профессии (Acemoglu, 2009), чтобы выявить интеллектуальные просчеты, допущенные при оповещениях о начале мирового экономического и финансового кризиса, который по-настоящему разразился в 2008 году, и принятии последующих мер. По его мнению, три концепции сыграли особенно заметную роль в приглушении сигналов тревоги.

Первым из них было представление о том, что проблему циклов деловой активности удалось решить за счет сочетания умелой разработки политики и прорывов в новых технологиях. В действительности же эти два эволюционных фактора усилили экономические взаимосвязи в такой степени, что создали потенциальный риск эффекта домино между финансовыми учреждениями, компаниями и домашними хозяйствами.

Во-вторых, были забыты институциональные основы рынков, и свободные рынки стали приравнять к нерегулируемым рынкам. Теперь мало кто возьмется утверждать, что проведения мониторинга рынков достаточно, чтобы предотвратить оппортунистическое поведение не охваченных регулированием лиц в погоне за прибылью, которые идут на риск, сулящий им выгоду в ущерб другим.

В-третьих, имела место переоценка репутационного капитала крупных организаций с многолетней историей, несмотря на ранние предупреждения, связанные с бухгалтерскими скандалами в компаниях Enron и WorldCom в начале 2000-х годов. Теперь доверию к способности таких организаций контролировать самих себя нанесен смертельный удар, и в будущем нарушения должны подвергаться строгому и эффективному наказанию.



После того как Асемоглу прочно закрепился в МТИ, он в 2005 году был награжден медалью имени Джона Бейтса Кларка Американской экономической ассоциации, которая присуждается самому влиятельному экономисту США в возрасте до 40 лет. Он работал с Робинсоном, который в то время преподавал в Беркли, а сейчас в Гарварде, над книгой «Экономические истоки диктатуры и демократии» (Economic Origins of Dictatorship and Democracy), которая была опубликована в 2006 году. «Меня по-настоящему интересовали вопросы экономической отсталости, поэтому я взялся за чтение работ авторов, изучавших теорию зависимости относительно того, как мир разделялся на бедных и богатых, потому что богатые эксплуатировали бедных. Меня очень занимал вопрос о том, почему Турция была бедной и недемократической страной».

В «Диктатуре и демократии» Асемоглу и Робинсон избрали направление исследований, которому они следуют по сей день. Они задают вопрос, почему некоторые страны представляют собой демократии, где регулярно проводятся свободные выборы и политические деятели подотчетны гражданам, тогда как другие страны демократиями не являются. Они выясняют, от каких факторов зависит, станет ли страна демократией, и почему демократические устои сохраняются и укрепляются в некоторых странах, но рушатся в других. Однако, аналогично истории карьеры самого Асемоглу, книга объясняет демократию с экономической, а не политической точки зрения, подчеркивая, что индивидуальные экономические стимулы определяют политические позиции.

В книге также ярко освещается принципиальное значение конфликтов в политической сфере, аналогичное роли кон-

куренции в экономической сфере. Различные общественные группы или социальные классы преследуют противоречащие друг другу (и обычно корыстные) интересы в отношении политических результатов. Эти противоположные интересы порождают хронические конфликты относительно характера политических институтов, определяющих политические результаты.

Совместная работа над этой книгой дала Робинсону более полное представление о постоянно расширяющемся круге научных интересов Асемоглу. «Большинство экономистов можно определить по их специализации или ориентации исследований, но не Дарона. Его не вместить в какую-либо категорию — он занимается всем, и почти для всего у него есть модель. Не знаю уж, откуда у него берется энергия для всех его областей интересов. Он работает с неумолимой энергией». Возможно, эти страсть и целеустремленность могут мешать применению более созерцательного подхода? Робинсон признает: «Дарон бывает одержим отработкой каждой детали».

На раннем этапе своего сотрудничества они написали работу и направили ее в научный журнал. Письмо с ответом пришло, когда два автора совещались в кабинете Робинсона в Лос-Анджелесе. Отказ. «Я был крайне расстроен и подавлен, когда я прочел поверхностные отзывы рецензентов. Я просто сидел и смотрел в окно, недоумевая, что же делать дальше, — рассказывает Робинсон. — Я вернулся к Дарону и вижу, что он уже записывает алгебраические формулы на клочке бумаги. “Я просто переработаю модель, и мы направим ее в какой-нибудь другой журнал”, — такова была его реакция».

Пишке признает, что в начале карьеры Асемоглу, возможно, слишком разбрасывался в своих интересах, но настаивает, что его партнер по исследованиям быстро развил свой аналитический потенциал, позволяющий ему удовлетворять столь ненасытную любознательность. «У него очень широкие интересы и познания, и он действительно работает одновременно в нескольких областях, но он обладает необходимыми способностями, чтобы справиться со всей этой работой».

### Практическое созерцание

В результате «практического созерцания» экономических истоков демократии Асемоглу пришел, через серию статей в журналах, к написанию второй книги (Acemoglu, 2008), в которой рассматривались временные параметры и распространение демократии. «Введение в вопросы современного экономического роста» (Introduction to Modern Economic Growth), учебник объемом в более тысячи страниц на основе курсов, которые он преподает в МТИ, сделал следующий шаг от вопроса «Почему возникает демократия?», который он задал в первой книге, к вопросу — дальше в книге — «Когда возникает демократия?» В этом случае Асемоглу также находит определяющее экономическое обоснование.

«Мы проделали большой объем эмпирических работ, показывающих наличие явной причинной связи между открытыми экономическими институтами — которые поощряют участие широких слоев общества, обеспечивают соблюдение прав собственности, не допускают экспроприации — и экономическим ростом, — говорит Асемоглу. — Между демократическими политическими институтами и ростом не прослеживается столь же явной связи».

Политика и институты, отмечается в учебнике, имеют определяющее значение для понимания процесса роста с течением времени. Далее в книге эта теоретическая база используется для объяснения двух ключевых аспектов вопроса «Когда возникает демократия?»: почему до 1800 года мировая экономика не испытывала устойчивого экономического роста? И почему стремительный экономический рост начался около 1800 года и именно в Западной Европе?

В учебнике утверждается, что устойчивый экономический рост отсутствовал до 1800 года, во-первых, поскольку ни одно общество до этого не инвестировало в человеческий капитал, не давало возможности новым компаниям внедрять новые

### Мантра из кино

Формируя свою оценку причин мирового финансового кризиса, начавшегося в 2008 году, и средств его преодоления, Асемоглу неожиданно для самого себя стал повторять и адаптировать реплики из известного киносценария. В последнем в 1987 году фильме Оливера Стоуна «Уолл-стрит» главный отрицательный герой Гордон Гекко, которого играл Майкл Дуглас, произносит знаменитые слова: «Жадность, за неимением лучшего слова, — это хорошо. Жадность — это правильно. Жадность работает. Жадность разъясняет, выявляет главное и отражает суть духа эволюции».

В раннем анализе мирового кризиса (Acemoglu, 2009) Асемоглу констатирует: «Глубоким и важным вкладом экономической науки является открытие, что жадность сама по себе не хороша и не плоха. Когда она направлена на максимизирующие прибыль, конкурентные и новаторские действия при соблюдении законов и установленных правил, жадность может служить двигателем инноваций и экономического роста. Но если ее не сдерживают надлежащие институты и правила, она перерождается в стяжательство, коррупцию и преступность».

Асемоглу видел этот фильм и вспомнил монолог Гекко, когда писал свой тезис о жадности. «Все откликаются на стимулы. Для подавляющего большинства людей существует континуум между честолюбием и жадностью, и именно здесь играют свою роль институты. Институты могут поставить заслон невоцерковленному поведению посредством таких функций, как регулирование монополий, чтобы не дать им подавить конкурентов. Жадность плоха, только когда она используется во зло. Институты могут направлять жадность на достижение совершенства».

Однако Асемоглу предостерегает, что институты США, которые в 1980-е и 1990-е годы побуждали банкиров и финансистов направлять свою жадность на благо, теперь ликвидированы. «Мы, профессиональные экономисты, дающие рекомендации, и должностные лица, принимающие законы, демонтировали систему, которую использовали эти институты, и не заменили ее какими-либо механизмами, сдерживающими поведение финансовой индустрии. Так был открыт путь плохой жадности».

технологии и в целом не давало простора силам созидательного разрушения; и, во-вторых, поскольку во всех обществах до 1800 года правили авторитарные политические режимы. То, что экономический подъем начался в западной Европе, объясняется расширением международной торговли после открытия Нового света и новых морских путей. Рост торговли стимулировал коммерческую активность и усилил экономическое и политическое влияние новой группы купцов, торговцев и промышленников, которые стали действовать независимо от европейских монархий.

Асемоглу признает, что авторитарные режимы могут добиться экономического роста, но настаивает, что такой рост не может быть устойчивым. «Это происходило время от времени в течение 300–400 лет в древнем Риме, и это немалый срок, но с тех пор все происходит значительно медленнее. Это наблюдается также последние 20 лет — и, вероятно, будет происходить в течение следующих 20-ти лет — в Китае, но при авторитарных режимах существует три препятствия для роста: всегда есть стимулы для того, чтобы такие режимы стали еще более авторитарными; эти режимы обычно используют свою власть для сдерживания описанного Шумпетером созидательного разрушения, которое принципиально важно для поддержания роста; и в авторитарном режиме всегда идет внутренняя борьба за власть, которая порождает нестабильность и неопределенность».

Асемоглу и Робинсон уже работают над своей следующей книгой, «Почему государства становятся банкротами?» (Why Do Nations Fail?) После вопроса «Почему возникает демократия?»

### Лекарство может оказаться причиной болезни

Асемоглу видит основания опасаться, что меры политики, которые использовались для преодоления текущего мирового финансового кризиса, возможно, заронили семена следующего кризиса. «Создаем ли мы почву для очередного кризиса посредством мер, которые мы задействовали для решения текущей проблемы? Мне кажется, что это вполне серьезный риск».

Когда кризис спадет, мы вернемся в привычное русло и ничего не сделаем для устранения этого риска. До кризиса в США на долю примерно 20 крупных банков приходилась значительная часть ВВП и еще большая часть общей суммы прибыли корпораций и оплаты труда работников финансового сектора. Теперь осталось пять или шесть таких организаций, так что система стала намного более монополизированной. Финансовые организации США уяснили для себя, что явной подоплекой мер по преодолению кризиса было: «Вы слишком большие, чтобы позволить вам обанкротиться». Так теперь они «слишком большие, чтобы позволить им обанкротиться в квадрате».

Они полагают, что правительство США готово оказать им экстренную помощь в той или иной форме, и располагает для этого политической поддержкой. Сейчас, если вы председатель крупного банка и ваши акционеры доверили вам функцию максимизации прибыли, вы просто обязаны извлечь максимальную выгоду из всего, что государство может вам предоставить в существующей нормативно-правовой среде».

С другой стороны, при наличии надлежащей системы регулирования, фидуциарная обязанность председателя перед акционерами банка состояла бы в достижении максимального уровня прибыли путем совершенствования финансового посредничества, а не расширения собственных торговых операций, то есть операций, осуществляемых банками за счет собственных средств, а не для своих клиентов. Трудно представить, чтобы результатом эффективного распределения ресурсов в капиталистической системе была система, в которой источником значительной части прибыли в экономике США становятся собственные торговые операции вместо финансового посредничества или сделок слияния и поглощения».

в их первой книге и «Когда возникает демократия?» в учебнике Асемоглу, в третьей книге в серии, которую можно неофициально считать трилогией, вероятно, будет поднят вопрос: «Если не демократия, то что?» «Дисфункциональные общества вырождаются, становясь государствами-банкротами, — утверждает Асемоглу. — Но мы можем этому противодействовать. Мы можем строить государства, в которых имеется необходимая инфраструктура, и соблюдаются законность и порядок, в которых люди могут уверенно и спокойно открывать свое дело и полагаться на государственные услуги. Однако для этого отсутствует политическая воля. Для реализации такого плана не нужны армии, требуется лишь работающий бюрократический аппарат для формирования институциональных основ рынка».

### Структура вознаграждения

В своем анализе проблемы государств-банкротов Асемоглу будет стремиться показать, почему некоторые страны достигают экономического подъема, а другим это не удается. Одним из элементов этого анализа будет оценка того, как меры политики и институты непосредственно влияют на способность общества обеспечить современный экономический рост. Эти меры политики и институты определяют структуру вознаграждения в обществе и прибыльность инвестиций, контроль за исполнением договоров, законность и порядок и инфраструктуру; формирование рынка и возможность смены менее эффективных субъектов более эффективными, а также открытость данного общества для новых технологий, которые потенциально могут повредить интересам должностных лиц, обладающих политическими связями.

В выводах этой работы, вероятно, вновь будет затронут отмеченный в «Диктатуре и демократии» контраст между способствующими экономическому росту группами институтов, формируемых при демократических режимах, и препятствующими росту институтами, создаваемыми при авторитарных режимах с целью эксплуатации ресурсов.

Какие еще масштабные планы может вынашивать такой полный энтузиазма, эклектичный и непредсказуемый ученый в глубине своего кабинета в МТИ и примыкающего к нему холла, заполненного шаткими кипами научных журналов, периодических изданий, справочных материалов и потрепанных рукописей? Что касается личной жизни, его жена Асу в мае ждет их первого ребенка, «так что моя главная цель в личном плане — стать неплохим отцом». Говоря о своей основной профессиональной цели, Асемоглу проецирует свои разносторонние научные интересы на более широкое полотно. «Необходимо расширить междисциплинарный диалог и основанную на фактах дискуссию по важным темам общественных наук. В США публичные интеллектуалы воспринимаются как неудачники, тогда как в Соединенном Королевстве они участвуют в диалоге на национальном уровне. Я хотел бы видеть такой же процесс в этой стране, и, возможно, участвовать в нем».

Однако возвращение в Турцию не входит в ближайшие планы Асемоглу. «Я не могу вернуться, так как я уехал из страны, не отслужив в армии. Меня арестуют, если я вернусь». Мера наказания? Обратно в тюрьму. ■

Саймон Уилсон — старший редактор журнала «Финансы и развитие».

### Литература:

Acemoglu, Daron, 2008, Introduction to Modern Economic Growth (Princeton, New Jersey: Princeton University Press).

———, 2009, “The Crisis of 2008: Structural Lessons for and from Economics,” CEPR Policy Insight No. 28 (London: Centre for Economic Policy Research).

———, and James Robinson, 2006, Economic Origins of Dictatorship and Democracy (Cambridge, United Kingdom: Cambridge University Press).



# Награда или

Джереми Клифт

**Н**АХОДЯСЬ на расстоянии океана от горы Тэйбл, южноафриканского плато, возвышающегося над одним из главных мест проведения Кубка мира по футболу, производители спортивных товаров в Таиланде уже многие месяцы готовятся к этому событию. Таиланд не входит в число 32 команд, ставших участниками финальных раундов этого глобального состязания, который является крупнейшим мировым спортивным фестивалем после Олимпийских игр. Но таиландские производители спортивной обуви, мячей и футболок ожидают всплеска мирового экспорта — это отрядный подъем после прошлогоднего спада в экспорте текстиля и одежды из этой страны во время глобального экономического кризиса.

«Мы твердо убеждены, что Кубок мира придаст импульс нашему экспорту, особенно швейных изделий и спортивной одежды, — сообщил Генеральный секретарь Таиландской ассоциации производителей одежды Валлоп Витанакорн. — Мы ожидаем, что увлечение футболом поможет увеличить поставки одежды из

Таиланда в 2010 году, и предполагаем, что прирост составит от 10 до 15 процентов».

В Таиланде некоторые могут рассматривать Кубок мира, проводимый раз в четыре года, с чисто экономической точки зрения, но в принимающей стране, Южной Африке, он воспринимается как поворотный момент в развитии нации. Со времени прекращения режима апартеида в 1994 году Южная Африка регулярно принимала у себя крупные международные спортивные мероприятия, включая Чемпионат мира по регби в 1995 году и Чемпионат мира по крикету в 2003 году. Но Кубок мира по футболу — это особая статья с точки зрения мирового внимания и масштабов телевизионной аудитории.

Кубок мира по футболу будет проходить в Африке впервые, и символичность этого факта выходит далеко за пределы одной только гордости по поводу проведения этого мероприятия. Организация самого престижного мирового футбольного турнира тесно переплетается с восстановлением экономики, уменьшением сохра-





# наказание?

**Спортивные мероприятия, такие как Кубок мира по футболу, стимулируют торговлю во всем мире и помещают в центр внимания принимающую страну**

няющейся социальной разобщенности и демонстрацией нового национального самосознания в Южной Африке.

Поэтому, возможно, не так уж и важно, что ряд известных экономистов, изучающих спорт, ставят под сомнение пользу, извлекаемую странами из проведения таких грандиозных спортивных мероприятий, как Кубок мира по футболу и Олимпийские игры. Издержки превосходят экономические выгоды, — утверждают они. В настоящем выпуске «Ф&Р» мы рассматриваем плюсы и минусы проведения крупных спортивных мероприятий, а также связанный с ними возможный резкий прирост торговли.

В докладе 2008 года консалтинговой фирмы Grant Thornton прогнозировалось, что турнир Кубка мира, который будет продолжаться месяц, может влить в экономику Южной Африки примерно 7,6 млрд долларов США, создать или сохранить более 400 000 рабочих мест и привлечь в страну около 490 000 иностранных туристов.

Президент Джейкоб Зума высоко оценивает этот экономический эффект: «Транспорт, энергетика, телекоммуникации и социальная инфраструктура страны обновляются и расширяются. Это способствует экономи-

ческому развитию в разгар глобальной рецессии, улучшая условия для инвестиций».

Однако некоторые экономисты настроены скептически. Они предвидят, что будет построено множество крупных обременительных объектов, таких как стадионы, которые будут слабо использоваться по окончании мероприятия, для которого они были построены, а также что, в целом, средства будут направлены на проведение грандиозного мероприятия, вместо того чтобы их потратить на социальные проекты, такие как школы и больницы.

Тем не менее, в конечном счете, по-видимому, неважно, кто прав — экономисты или энтузиасты. Желание стать устроителем Кубка мира или Олимпийских игр кажется ненасытным. Как отмечают Саймон Купер и Стефан Зиманский в своей книге «Футболономика», обзор которой приводится на стр. 56, «проведение таких мероприятий не приносит богатства, но приносит радость». ■

*Джереми Клифт — главный редактор «Финансов & развития».*



# Стоит ли?

**Принимать у себя Олимпийские игры и другие грандиозные спортивные мероприятия — честь, которой добиваются многие страны, но почему?**

*Эндрю Зимбалист*



**К**ОГДА Рио-де-Жанейро в октябре прошлого года выиграло конкурс на проведение летних Олимпийских игр 2016 года, тысячи ликующих бразильцев танцевали на пляже Копакабана, и эта новость была вынесена в заголовки газет по всему миру. Проигрыш Чикаго в конкурсе за проведение тех же игр, по сообщениям, обошелся этому городу примерно в 100 млн долларов США. Почему страны придают такое большое значение проведению у себя Олимпийских игр или аналогичных грандиозных спортивных мероприятий?

Проведение крупного спортивного мероприятия потенциально может принести прямые и косвенные экономические выгоды. К числу прямых выгод относятся капитальное строительство и сооружение объектов инфраструктуры, связанные с этим мероприятием, долгосрочные выгоды, такие как снижение транспортных издержек благодаря улучшению сети автомобильных или железных дорог, а также расходы туристов, приезжающих из других городов и стран для посещения игр. Косвенные выгоды могут включать эффекты рекламы, которые представляют принимающий город или страну как потенциальное место назначения для туризма или бизнеса в будущем и усиливают чувство гражданской гордости и национальной общности, а также поднимают престиж принимающего города или страны. Но существуют и потенциальные отрицательные стороны, связанные с возможным перерасходом средств, неэффективным использованием земли, неадекватным планированием и недостаточным использованием объектов.

Олимпийские игры весьма схожи с другими крупными спортивными мероприятиями, такими как Кубок мира по футболу, Чемпионат США по американскому футболу или Первенство США по бейсболу, но в них вовлечено гораздо больше участников, официальных лиц и болельщиков; они требуют большего объема строительства объектов инфраструктуры; привлекают больше посетителей из других городов и стран; и в целом имеют гораздо более высокий ранг.

## Потенциальные выгоды

Среди прямых экономических выгод, получаемых от грандиозных спортивных мероприятий, наиболее широко рекламируемыми, вероятно, являются расходы туристов. На последние шесть летних Олимпиад было продано в среднем по 5,1 млн билетов, а на последние пять зимних Олимпиад — в среднем по 1,3

млн билетов. Хотя многие билеты продаются местным жителям, особенно в случае летних игр, которые обычно проходят в крупных городах, спортивное мероприятие такого размера и масштаба потенциально может привлечь значительное число посетителей из мест за пределами принимающего города. Кроме того, поскольку игры продолжаются больше двух недель, эти посетители могут проводить довольно много времени в принимающем регионе, принося значительные доходы гостиничному и ресторанному бизнесу. Однако число дополнительных посетителей, приезжающих на игры, может, по крайней мере, частично компенсироваться уменьшением числа посетителей, приезжающих с другими целями (туристическими или деловыми), так как последние стремятся избежать повышенных цен и скопления людей, связанных с Олимпийскими играми. Кроме того, несмотря на то что заполняемость гостиниц и цены номеров увеличиваются во время проведения игр, эти дополнительные доходы часто уходят из местной экономики, поскольку прибыли гостиниц переводятся главному офису компании.

Проведение таких грандиозных мероприятий, как Олимпийские игры, часто требует обширной инфраструктуры для перевозки участников, официальных лиц и болельщиков с одно-

## Организация Игр

Год	Место проведения летних Олимпийских игр	Место проведения зимних Олимпийских игр
1976	Монреаль, Канада	Инсбрук, Австрия
1980	Москва, СССР	Лейк-Плэсид, США
1984	Лос-Анджелес, США	Сараево, Югославия
1988	Сеул, Южная Корея	Калгари, Канада
1992	Барселона, Испания	Альбертвилль, Франция
1996	Атланта, США	Лиллехаммер, Норвегия
1998		Нагано, Япония
2000	Сидней, Австралия	
2002		Солт-Лейк-Сити, США
2004	Афины, Греция	
2006		Турин, Италия
2008	Пекин, Китай	
2010		Ванкувер, Канада
2012	Лондон, Соединенное Королевство	
2014		Сочи, Россия
2016	Рио-де-Жанейро, Бразилия	





Китай отмечает годовщину со времени проведения Олимпийских игр в Пекине.

го объекта на другой. В прошлом преобладающая доля строительства транспортной инфраструктуры приходилась на автомобильные дороги. Но принимающие города и регионы также затрачивали значительные суммы на строительство аэропортов, а также на реконструкцию и строительство систем общественного транспорта (Essex and Chalkley, 2004). Сверхскоростной экспресс, построенный для Игр в Нагано, позволил существенно сократить время проезда между этим городом и Токио.

В менее развитых городах строительство современных телекоммуникационных мощностей также сопряжено со значительными инвестициями. Создание этой инфраструктуры порождает значительную экономическую активность в принимающем районе. Необходимо нанять большое число строительных рабочих и закупить и перевезти большой объем стройматериалов.

Выходя за пределы периода строительства, созданная в связи со спортивным мероприятием инфраструктура может обеспечить принимающему городу или региону постоянный поток экономических выгод. Объекты, построенные для этих мероприятий, могут использоваться в течение многих лет и десятилетий после их проведения. Более важно то, что совершенствование транспортной инфраструктуры может обеспечить значительный импульс развитию местной и региональной экономики, если местные предприятия смогут воспользоваться усовершенствованной транспортной инфраструктурой.

Косвенные экономические выгоды, создаваемые грандиозными спортивными событиями, потенциально более важны, чем прямые, но их труднее оценить количественно. Одной из возможных косвенных выгод является рекламный эффект таких событий. Многие города и регионы, принимающие у себя Олимпийские игры, рассматривают их как способ повысить свой ранг на мировой арене. В этом смысле широкое освещение средствами массовой информации Олимпийских игр или других крупных событий до и во время их проведения является одной из форм рекламы, способной привлечь туристов, которые в противном случае не подумали бы поехать в этот город или регион и которые могут принести значительные, широкие и долговременные экономические выгоды.

Впрочем, действительность нередко расходится с теорией. Например, одной из целей Сиднейских Игр было расширение туризма после их проведения, однако Грэм Мэттьюз, специалист по прогнозированию, ранее работавший в Австралийском федераль-

ном казначействе, заявил: «Хотя принимать у себя Олимпийские игры, возможно, было приятно и чудесно, на самом деле, объективно говоря, трудно определить исхода из международного опыта, оказывала ли эта внезапная кратковременная открытость позитивное, долговременное воздействие на туризм» (Burton, 2003).

Осведомленность общественности о местах проведения прошлых Олимпийских игр в Европе и Северной Америке была предметом исследования в работе Ritchie and Smith (1991). Как показали несколько тысяч телефонных опросов, проведенных в 1986–1989 годы, менее 10 процентов опрошенных жителей Северной Америки и менее 30 процентов европейцев смогли вспомнить, что Инсбрук (Австрия) был местом проведения зимних Олимпийских Игр 1976 года. Лишь 26 процентов опрошенных североамериканцев и 24 процента европейцев помнили, что зимние игры 1980 года состоялись в Лэйк-Плэсиде, штат Нью-Йорк. Другое исследование показало, что память о проведении зимних игр 1988 года в Калгари почти полностью стерлась к 1991 году (Matheson, 2008). А если игры сопровождались плохими погодными условиями, загрязнением окружающей среды, неблагоприятной политикой или террористическими актами, они фактически могли повредить репутации места их проведения.

Другие грандиозные спортивные мероприятия, такие как Чемпионат США по американскому футболу или Кубок мира по футболу, демонстрируют экономическую динамику, аналогичную Олимпийским играм, хотя расходы на строительство значительно ниже. Многомерные эконометрические исследования влияния Кубка мира показали, что организация этого международного соревнования, проходящего раз в четыре года, почти не приносит или совсем не приносит месту его проведения выгоды в плане доходов или трудоустройства.

Тем не менее, проведение мероприятия, подобного Олимпийским играм или Кубку мира по футболу, может принести значительные нематериальные выгоды принимающему городу или региону, жители которого, вероятно, будут испытывать значительную гордость и чувство общности оттого, что они принимают у себя это мероприятие. На короткий, но интенсивный период их родные места становятся центром мирового внимания. Планирование и работа, необходимые для проведения мероприятия, требуют значительного времени и усилий (в большой мере со стороны добровольцев) и огромное чувство удовлетворения на местном и национальном уровне. Эти факторы являются важными и ценными, даже несмотря на то что исследователям трудно оценить их стоимость в долларах.

### **Потенциальные недостатки: неопределенность и большие издержки**

В 1976 году произошло переломное событие, которое резко изменило модель финансирования Олимпийских игр и поставило их на нынешний экономический курс. В том году местом проведения летней Олимпиады был Монреаль. После того как городские власти оценили стоимость этих игр в 124 млн долларов США, Монреаль понес долги в размере 2,8 млрд долларов, или примерно 10 млрд в долларах 2009 года, на выплату которых ушло три десятилетия (Burton, 2003).

К моменту окончания Игр в Монреале Москва уже обязалась стать устроителем Олимпиады 1980 года, но ни один город не хотел подавать заявку на проведение игр в 1984 году. После некоторых пререканий Лос-Анджелес согласился принять у себя игры, но лишь на том условии, что он не понесет никаких финансовых обязательств. В отсутствие какого-либо иного варианта Международный олимпийский комитет (МОК) принял это условие, и летние игры 1984 года были присуждены Лос-Анджелесу.

Организационный комитет по проведению Олимпийских игр в Лос-Анджелесе (ОКОИ ЛА) получил небольшой профит в размере чуть больше 300 млн долларов США и перевел финансовую модель Олимпийских игр на меньший объем государственного и больший объем частного финансирования. Лос-Анджелес затратил очень мало средств на строительство,

и председатель Оргкомитета Питер Уэберрот сумел получить значительные суммы от продажи корпорациям прав на спонсорскую поддержку. Относительный финансовый успех игр в Лос-Анджелесе открыл новую эпоху международного соперничества между городами за проведение игр.

К сожалению, опыт Лос-Анджелеса оказался исключением. Впоследствии оказалось, что принимающим городам было невозможно получить частную поддержку в таких же масштабах. Государственные средства в размере нескольких миллиардов долларов были выделены в Сеуле (1992 год), Нагано (1998 год), Сиднее (2000 год), Афинах (2004 год) и Пекине (2008 год).

Олимпийские игры в Барселоне оставили центральному правительству Испании долги в размере 4 млрд долларов США, а органам управления города и провинции — дефицит еще на 2,1 млрд долларов. Оргкомитет Нагано представил данные о профиците в 28 млн долларов США, тогда как различные органы правительства Японии понесли долги на 11 млрд долларов (Burton and O'Reilly, 2009). В Афинах государственные инвестиции превысили 10 млрд долларов США, а в Пекине — более 40 млрд долларов.

В изначально публикуемых бюджетах (в случае Олимпийских игр — бюджетах ОКОИ) конечная стоимость организации игр неизменно занижается. Бюджет ОКОИ охватывает только операционные расходы, связанные с проведением игр, включая, среди прочего, расходы на церемонии открытия и вручения наград, перевозку спортсменов на различные объекты, развлекательные мероприятия, работу центра телекоммуникаций/вещания и службы безопасности. Совокупные затраты для принимающего города включают также строительство и реконструкцию объектов для проведения соревнований, размещение спортсменов и гостей, сооружения для средств массовой информации и сопутствующую инфраструктуру. Строительство многих объектов, таких как велодром для велосипедных гонок или дорожка для бобслея/скелетона/люжа, обходится особенно дорого ввиду их специфического характера. Олимпийские объекты должны иметь исключительно большую вместимость: стадионы, где проходят церемонии открытия и закрытия летних Олимпийских игр, часто вмещают 100 000 и более зрителей.

В промежуток времени между подачей заявки на мероприятие городом и периодом проведения самого мероприятия стоимость строительства и земли может существенно возрасти. Кроме того, первые сторонники проведения мероприятия в конкретном городе заинтересованы в том, чтобы занижать реальную стоимость, пока они стремятся заручиться одобрением общественности. А когда предполагаемые города-устроители вступают в соперничество с другими претендентами, возникает естественная тенденция подстраиваться к заявкам конкурентов и добавлять к своим планам привлекательные, но ненужные детали.

Прогнозируемых бюджетных средств никогда не бывает достаточно для покрытия фактических издержек. Согласно первоначальному прогнозу Афин, затраты на проведение игр должны были составить 1,6 млрд долларов США, но в конечном итоге они составили почти 16 млрд (включая затраты на объекты и инфраструктуру). Пекин прогнозировал затраты на уровне 1,6 млрд долларов США (бюджет операционных расходов ОКОИ Пекина), но окончательная сумма составила 40 млрд, включая расходы на объекты и инфраструктуру, такие как расширение системы метрополитена в Пекине. Бюджет зимних игр в Сочи, Россия, в 2014 году изначально составил примерно 12 млрд долларов США; в конце 2009 года прогнозируемые затраты достигли 33 млрд долларов, причем 23 млрд долларов из государственных источников (*Sports Business Daily*, 2009).

Заинтересованные города тратят до 100 млн долларов США лишь на подачу заявок на проведение Олимпийских игр. Если бы процесс подачи заявок был полностью конкурентным, любые ожидаемые экономические выгоды продолжали бы расти в ходе взаимной конкуренции городов за проведение игр: город с самой высокой ожидаемой прибылью мог бы выиграть, указав в заявке прибыль, лишь на 1 доллар превышающую ожидаемую при-

быль города на втором месте, что принесло бы небольшую выгоду выигравшему городу. Но этот процесс не основан на суммах в долларах; вместо этого города представляют заявки, предлагая объекты и гарантируя финансирование и безопасность. А после 11 сентября 2001 года затраты на обеспечение безопасности были огромными: общие затраты на безопасность в Афинах в 2004 году превысили 1,4 млрд долларов США, причем в службе безопасности было занято 40 000 человек. По сообщениям, в Пекине работало более 80 000 сотрудников службы безопасности.

Ожидалось, что Олимпиада 2012 года в Лондоне будет стоить менее 4 млрд долларов США, но теперь прогнозируется, что она обойдется в 19 млрд долларов (*Sports Business Daily*, 2009). По мере роста расходов некоторые проекты сокращаются — например, включенная в план крыша над олимпийским стадионом была вычеркнута из него, но стадион все равно будет стоить более 850 млн долларов США, по сравнению с первоначальным прогнозом в 406 млн долларов. Правительству пока не удалось найти футбольную команду или команду по регби, которая стала бы основным арендатором этого объекта после игр 2012 года. Это возложит на британских налогоплательщиков дополнительное бремя, измеряемое миллионами долларов в год, для поддержания объекта в рабочем состоянии. Неудивительно, что министр, отвечающий за проведение Олимпиады в Лондоне, сказал: «Если бы мы знали то, что знаем сейчас, стали бы мы подавать заявку на проведение Олимпийских игр? Почти наверняка нет» (*Sports Business Daily*, 2008 год, цитата из *London Telegraph*).

Некоторые из этих расходов приводят к созданию усовершенствованной, более современной инфраструктуры в городе-устроителе, но другие оставляют ему обременительные активы. Многие объекты, построенные специально для игр, не используются или недостаточно используются после 16–17 дней проведения самих соревнований, их поддержание требует десятков миллионов долларов в год, и они занимают все более дефицитные земельные участки. Например, в Турине сооружение дорожки для бобслея и сопутствующих объектов обошлось в 108 млн долларов США, и заместитель президента Туринских игр Эвелина Кристиллин сообщила репортеру *Wall Street Journal*: «Не могу солгать: ясно, что дорожка для бобслея не будет использоваться ни для каких других целей. Это — чистые издержки» (Kahn and Thurow, 2006).

Совокупные доходы от летних Олимпийских игр в настоящее время составляют в среднем около 4–5 млрд долларов США, и приблизительно половину этой величины — доходы от зимних игр (которые также требуют меньших затрат благодаря меньшему числу участников и объектов и меньшему объему строительства). Почти половина полученных денег уходит на оплату деятельности международных федераций, национальных олимпийских комитетов и самого МОК.

Очевидно, что если экономические выгоды от проведения Олимпийских игр и существуют, они едва ли принимают форму улучшения бюджетов местных органов управления, что ставит вопрос о том, возможны ли более широкие, более долгосрочные или менее материальные экономические выгоды.

### Возможности для увеличения выгод

Имеется относительно мало объективных данных о влиянии Олимпийских игр и других крупных спортивных мероприятий на экономику. Значительная часть имеющихся данных была составлена принимающими городами или регионами — которые непосредственно заинтересованы в том, чтобы обосновать высокие расходы на такие мероприятия, — и страдает рядом недостатков.

Оценки экономического воздействия таких мероприятий, составленные на основе опубликованных научных исследований, предлагают более достоверные данные по причине того, что авторы лично не заинтересованы в экономическом успехе этих мероприятий, а также и потому, что процесс экспортной оценки обеспечивает важную проверку использованных методов и допущений. Эти исследования представляют сле-



дующую картину экономического воздействия проведения Олимпийских игр: хотя благодаря проведению игр может создаваться небольшое количество рабочих мест, представляется, что игры не оказывают ощутимого эффекта на доходы, и это говорит о том, что существующие работники не получают выгоды (Hagn and Maennig, 2009; и Matheson, 2009). Кроме того, воздействие, связанное с проведением игр, зависит от общей реакции рынка труда на новые рабочие места, создаваемые в результате игр, и оно может не быть положительным (Humphreys and Zimbalist, 2008). Как бы то ни было, экономическое воздействие проведения Кубка мира, по-видимому, даже еще меньше (Hagn and Maennig, 2008 and 2009).

Если экономические выгоды невелики или даже отсутствуют, что могут сделать принимающие города и регионы для максимизации выгоды от проведения таких мероприятий, как Олимпийские игры? Тщательный анализ прошлого опыта показывает, что существует два значимых способа достичь этого: во-первых, принимающие города или регионы должны проявлять осмотрительность в принятии решений об использовании земель, и, во-вторых, они должны обеспечить максимально возможное использование новых и реконструированных объектов и инфраструктуры после мероприятия.

Земля становится все более дефицитной как в крупных городах, которые обычно служат местом проведения летних игр, так и в горных районах, где проходят зимние игры. Для проведения Олимпийских игр требуются значительные земельные площади под спортивными сооружениями, парковками и жильем для спортсменов, работников средств массовой информации, персонала и зрителей.

Неудачные игры оставляют после себя наследство в виде редко используемых или вообще не используемых сооружений, которые занимают ценные земли и дороги в эксплуатации. Например, в Сиднее, Австралия, функционирование Олимпийского стадиона на 90 000 тысяч зрителей в настоящее время обходится в 30 млн долларов в год. Многие объекты, которые использовались во время игр 2004 года в Афинах, либо пустуют, либо используются редко, занимая ценные земельные участки в густонаселенном городском центре. Игры в Пекине оставили наследство в виде нескольких дорогих сооружений, включая замысловатый плавательный бассейн «Водный Куб», который используется крайне недостаточно. Напротив, успешные мероприятия, такие как летняя Олимпиада в Лос-Анджелесе, обеспечивают максимальное задействование существующих объектов и эффективное использование дефицитных земель. Стадион, на котором проводились церемонии открытия и закрытия во время игр 1996 года в Атланте, был перестроен в бейсбольный стадион

сразу же после игр. Планы Олимпийских игр должны проектировать объекты, которые будут приносить пользу в течение долгого времени и которые конструктивно интегрированы с принимающим городом или регионом.

### Развивающиеся страны выигрывают больше

Влияние проведения крупных спортивных мероприятий различается в зависимости от уровня развития принимающего города и страны. При надлежащем планировании проведение крупного мероприятия может послужить катализатором для строительства современной транспортной системы, коммуникаций и спортивной инфраструктуры, что в общем случае приносит больше выгод менее развитым регионам.

Хотя проведение Олимпиады требует значительных затрат государственных средств на улучшения, которые могут быть сделаны и без проведения игр, государственная политика часто бывает настолько блокирована, что необходимые инвестиции в инфраструктуру могут откладываться в течение многих лет или даже десятилетий, если бы не Олимпийские игры. И МОК действительно предоставляет определенный объем финансирования для облегчения завершения желаемых проектов (Preuss, 2004).

В более развитых регионах, где земля дефицитна в первоначальный период подачи заявок и планирования (и должна стать еще более дефицитной в 7–10 летний период отбора и подготовки к Олимпийским играм), а рынки труда и ресурсов негибки, проведение игр может привести к весьма неэффективному использованию земли и создать давление на заработную плату и цены ресурсов, ускорив инфляцию.

### Подумайте, прежде чем подавать заявку

Экономическая и неэкономическая ценность проведения крупного мероприятия, подобного Олимпийским играм, сложна и обычно различается в зависимости от ситуации. Простые заключения вывести невозможно. Претендентам на проведение следующих зимних Олимпийских игр: Аннеси, Франция; Мюнхен, Германия; и Пьончанг, Южная Корея, — а также многим городам, планирующим подать заявку на проведение летних игр 2020 года, целесообразно сторониться неизбежного олимпийского ажиотажа и подробно, внимательно и трезво рассмотреть долгосрочные цели развития их регионов. ■

Эндрью Зимбалист — профессор экономики по фонду Роберта А. Вудса в Смит-колледже.

#### Литература:

- Burton, Rick, 2003, "Olympic Games Host City Marketing: An Exploration of Expectations and Outcomes," *Sport Marketing Quarterly*, Vol. 12, No. 1, pp. 37–47.
- , and Norm O'Reilly, 2009, "Consider Intangibles When Weighing Olympic Host City Benefits," *Sports Business Journal*, September 7, p. 33.
- Essex, Stephen, and Brian Chalkley, 2004, "Mega-Sporting Events in Urban and Regional Policy: A History of the Winter Olympics," *Planning Perspectives*, Vol. 19, No. 1, pp. 201–32.
- Hagn, Florian, and Wolfgang Maennig, 2008, "Employment Effects of the Football World Cup 1974 in Germany," *Labour Economics*, Vol. 15, No. 5, pp. 1062–75.
- , 2009, "Large Sport Events and Unemployment: The Case of the 2006 Soccer World Cup in Germany," *Applied Economics*, Vol. 41, No. 25, pp. 3295–302.
- Humphreys, Brad, and Andrew Zimbalist, 2008, "The Financing

and Economic Impact of the Olympic Games," in *The Business of Sports*, Vol. 1, ed. by Brad Humphreys and Dennis Howard (Westport, Connecticut: Praeger).

Kahn, Gabriel, and Roger Thurow, 2006, "Quest for Gold: In Turin, Paying for Games Went Down to the Wire," *The Wall Street Journal*, February 10, p. A1.

Matheson, Victor, 2008, "Caught under a Mountain of Olympic Debt," *The Boston Globe*, August 22.

———, 2009, "Economic Multipliers and Mega-Event Analysis," *International Journal of Sport Finance*, Vol. 4, No. 1, pp. 63–70.

Preuss, Holger, 2004, *The Economics of Staging the Olympics* (Northampton, Massachusetts: Edward Elgar).

Ritchie, J. R. Brent, and Brian H. Smith, 1991, "The Impact of a Mega-Event on Host Region Awareness: A Longitudinal Study," *Journal of Travel Research*, Vol. 30, No. 1, pp. 3–10.

Sports Business Daily, 2008, November 14.

———, 2009, September 30.

# Олимпийский торговый эффект

**Страны, подающие заявку на проведение Олимпийских игр, тем самым сигнализируют о том, что они готовы к либерализации торговли**

*Эндрю К. Роуз и Марк М. Шпигель*

**Э**КОНОМИСТЫ обычно скептически относятся к доводам в пользу обеспечения государством инфраструктуры для спортивных мероприятий, и они правы. Деятели, которые поддерживают строительство новых стадионов или организацию спортивных мега-мероприятий, обычно делают это по наивности или из личного интереса. На практике эти мероприятия дорогостоящи, особенно для развивающихся стран. Церемония открытия Олимпийских игр в Пекине в 2008 году, согласно оценкам, обошлась более чем в 100 млн долл. США, в то время как, по меньшей мере, 100 млн человек в Китае живет менее чем на 1 долл. в день.

Рио-де-Жанейро недавно выиграл право принимать Олимпийские игры 2016 года, представив заявку со сметой расходов в 15 млрд долл. США, что соответствует 2000 долл. США на каждого жителя Рио-де-Жанейро еще до того, как эта смета будет превышена. Значительную часть средств планируется затратить на совершенствование транспортной системы города. Но если инвестиции в транспорт являются обоснованными для большого города в преддверии Олимпиады, то не являются ли они в принципе обоснованными без всяких ссылок на проведение игр? Должны ли решения о долгосрочных вложениях действительно привязываться к пиковым потребностям, которые длятся всего две с половиной недели? Мотивация для проведения мега-мероприятий, таких как Олимпийские игры, в целом не понятна экономистам. Реально замеренный чистый прямой экономический эффект редко бывает большим и обычно оказывается отрицательным; неэкономические выгоды трудно проверить. Может ли финансирование мега-мероприятий вообще быть разумным использованием государственных средств? Не исключено — сомнения профессиональных экономистов редко разделяют разработчики политики и местное население, которое обычно с энтузиазмом относится к таким представлениям. В действительности страны яростно борются за право принимать мега-мероприятия. Возможно, экономисты что-то не понимают?

Безусловно, в это верит Международный олимпийский комитет (МОК). МОК считает, что туристов будут привлекать объекты и продукты городов-организаторов, после того как они познакомятся

с ними во время игр. Это сводится к той точке зрения, что проведение Олимпийских игр будет способствовать экспорту страны, в особенности туризму. Мы сомневаемся в верности этого аргумента; любой прирост экспорта благодаря Олимпийским играм представляется небольшим и временным. Поэтому мы начали наше исследование с проверки этой теории на основе эмпирических данных.

Мы используем стандартную «гравитационную» модель торговли, согласно которой объемы торговли между двумя странами являются функцией расстояния между ними и ряда других пояснительных переменных. Эта модель широко использовалась в научной литературе для объяснения значительной части межстрановых расхождений в торговле. Мы добавили в нее переменную, отражающую устойчивые «олимпийские» эффекты. Мы обнаружили убедительные сведения о крупном положительном воздействии (приблизительно на 30 процентов выше) Олимпийских игр на экспорт. Наш скептицизм, таким образом, казался неоправданным; постоянное воздействие «олимпийского торгового эффекта» на экспорт является крупным и положительным.

В числе других результатов, представленных в нашей работе 2009 года, мы показали, что возрастает вся торговля; импорт



Церемония открытия Олимпийских игр в Барселоне, 1992 год.



повышается в такой же степени, как и экспорт. Наши результаты были подвергнуты целой серии проверок на чувствительность. Олимпийский торговый эффект неизменно остается положительным и значительным. Мы затем проанализировали другие мега-мероприятия, такие как чемпионаты мира по футболу и всемирные ярмарки, и пришли к выводу, что они также оказывают крупное положительное влияние на торговлю.

Почему проведение мега-мероприятий ведет к увеличению торговли? Имеющиеся несистематизированные свидетельства показывают, что проведение мега-мероприятий на практике связано с либерализацией торговли. В июле 2001 года Пекин получил право организовать XXIX Олимпийские игры. Всего два месяца спустя Китай успешно завершил переговоры с Всемирной торговой организацией (ВТО), официально оформив, таким образом, свою приверженность либерализации торговли. Это не единичное совпадение. Рим в 1955 году утратил права принимать игры 1960 года, и в тот же

## Мы имеем убедительные доказательства крупного положительного воздействия Олимпийских игр на экспорт.

год Италия начала переход к конвертируемости валюты, вступила в Организацию Объединенных Наций и, главное, начала переговоры, которые два года спустя привели к заключению Римского договора и созданию Европейского экономического сообщества (ЕЭС), предшественника современного Европейского союза. Токийские Олимпийские игры 1964 года совпали со вступлением Японии в Международный валютный фонд и Организацию экономического сотрудничества и развития. Барселона получила право на проведение Олимпийских игр 1992 года в 1986 году, год вступления Испании в ЕЭС; решение присудить Корею организацию игр 1988 года совпало с политической либерализацией Кореи. Эта корреляция выходит за рамки олимпийских игр; чемпионат мира по футболу 1986 года состоялся в Мексике и совпал с ее либерализацией торговли и присоединением к Генеральному соглашению о тарифах и торговле, предшественнику ВТО.

Таким образом, реальное объяснение олимпийского торгового эффекта, как представляется, заключается в том, что страны, которые снимают ограничения с торговли, одновременно проводят спортивные мега-мероприятия, такие как Олимпийские игры. Возможно, проведение мега-мероприятия побуждает к либерализации торговли благодаря той деятельности или инфраструктуре, которые связаны с организацией игр. Но не следует торопиться с выводами. Мы проверили *не увенчавшиеся* успехом заявки на проведение Олимпийских игр, применив ту же методологию, что и в случае успешных заявок, и обнаружили, что они также оказывают положительное влияние на торговлю, не меньшее, чем фактическое проведение игр.

С учетом того, что факт проведения игр не поддается эффекту измерения, помимо того, который имеет неуспешный претендент, мы делаем вывод о том, что сам факт, что страна становится серьезным претендентом, успешным или неуспешным, уже подает определенный сигнал. Поскольку за такими заявками обычно следуют шаги к либерализации, представляется логичным, что попытка стать организатором мега-мероприятия служит указанием на то, что страна стремится к либерализации торговли.

Для чего стране подавать столь дорогостоящий сигнал? Мы ввели модель, в которой за таким сигналом следуют необратимые дополнительные связанные с торговлей инвестиции, и, главное, создается политическая атмосфера, в которой

отступление от мега-мероприятия или либерализации торговли становится запретительно дорогостоящим. Крупная либерализация торговли, как и мега-мероприятие, — событие редкое и дорогостоящее, оно у всех на виду, и к нему долго готовятся. Однако долгосрочные выгоды от либерализации торговли могут более чем компенсировать краткосрочные затраты на проведение мега-мероприятия, поэтому увязка двух событий в сознании общества представляется мудрой стратегией. Кроме того, расходы на проведение мега-мероприятий обычно несут сектора экономики, которые получают наибольшую выгоду от либерализации торговли, такие как принимающий город и правительство страны. Такое согласование затрат и выгод превращает заявку на проведение мега-мероприятия в эффективное указание на либерализацию.

В нашей работе не был учтен ряд вопросов, связанных с мега-мероприятиями. Бразилия принимает Олимпийские игры 2016 года, но всего двумя годами ранее она также будет принимать почти столь же важный Чемпионат мира по футболу. Если страны используют заявку на проведение мега-мероприятия как сигнал по поводу того, что они открывают свою экономику для остального мира, то зачем им подавать дважды заявки на организацию таких мероприятий? Ванкувер принимал Олимпийские игры 2010 года, а Лондон будет принимать летние игры 2012 года. Зачем вообще странам с либеральной экономикой подавать заявки на проведение мега-мероприятия? Что могли выгадать Соединенные Штаты от своей не увенчавшейся успехом заявки на проведение в Чикаго восьмой Американской олимпиады? Очевидно, что-то еще заставляет страны с либеральной экономикой подавать многочисленные заявки, хотя в данном случае основополагающий аргумент легко может быть расширен и объясняет многочисленные заявки тем, что в условиях, когда репутация со временем понижается, ее необходимо укреплять повторными сигналами. Кроме того, могут использоваться и другие способы для обозначения внешней либерализации. Чем же так выделяется проведение спортивного мега-мероприятия? Очевидно, существуют дополнительные объяснения, и сохраняется поле для будущих исследований. Тем не менее, наш аргумент представляется интуитивно обоснованным, особенно в случае стран с формирующимся рынком, готовых утвердиться как международные игроки. Сочи (Россия) будет принимать зимние Олимпийские игры 2014 года; Чемпионат мира по футболу 2010 года состоится в Южной Африке. Для таких стран, и возможно Бразилии, проведение мега-мероприятия равносильно отчетливому заявлению о том, что страна становится ответственным членом международного сообщества. Связанные с этим выгоды, возможно, более чем компенсируют ошеломляющие затраты на организацию игр.

Либерализация всегда является трудным делом; многие страны так и не завершают этот процесс. Поэтому когда страна действительно серьезно намерена открыть свою экономику, представляется естественным, что она будет подавать столь дорогостоящий сигнал. Резюмируя вышесказанное, когда страна желает выйти на мировую арену, она может сообщить об этом как внутренней, так и внешней аудитории путем проведения мега-мероприятия. ■

Эндрю К. Роуз — профессор экономического анализа и политики Кафедры им. Б.Т. Рокка бизнес-школы Хаас, Университет штата Калифорния, Беркли; Марк М. Шпигель — вице-президент, ответственный за международные исследования, Федерального резервного банка Сан-Диего.

### Литература:

Rose, Andrew K., and Mark M. Spiegel, 2009, "The Olympic Effect" CEPR Discussion Paper 7248 (London: Centre for Economic Policy Research). Also published as Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 09-06 and National Bureau of Economic Research Working Paper 14,854.

# Удачный старт

**Если жизнь подобна крикету, то счастливый случай много значит для успеха в карьере**

*Шехар Айяр и Родни Рамчаран*

**О**Т ЧЕГО зависит шанс устроиться на хорошую первую работу — от удачи или способностей? В равных ли условиях находятся тот, кто окончил высшее учебное заведение во время экономического подъема, и выпускник в период рецессии? Насколько продолжительны последствия хорошего первого места работы для карьеры человека? Эти вопросы имеют определяющее значение для представлений о справедливости в обществе. Если бы, например, богатство Билла Гейтса, магната в сфере программного обеспечения, было только делом удачи, было бы вполне приемлемым перераспределить часть его тем, кому меньше повезло в жизни. Но если успешная карьера является исключительно плодом усердной работы и способностей, то высокие уровни налогообложения будут как несправедливы, так и неэффективны.

Литература по трудовым отношениям содержит вывод о том, что получение хорошей первой работы дает много долгосрочных преимуществ для профессионального роста, таких как более высокие уровни оплаты на протяжении трудовой жизни и положение в обществе. Если бы первые рабочие места распределялись среди людей случайно, это означало бы, что удача играет более значительную роль в определении долгосрочных итогов карьеры. Однако распределение первой работы не носит случайного характера. Люди, которых считают способными, имеют большую вероятность устроиться на хорошую первую работу, и если эти представления оправдаются, они также с большей вероятностью добьются успеха в карьере. Поскольку экономисту трудно оценить внутренние способности людей, непросто также определить степень влияния удачи на рынках труда.

Спорт, и в особенности международный тестовый крикет, — соревнование между двумя национальными сборными, продолжающееся пять дней — служит идеальным, хотя и нетрадиционным, контекстом для изучения относительной значимости удачи для итогов карьеры. Результативность действий спортсмена можно наблюдать, ее несложно измерить. Ставки высоки, мест в национальной сборной намного меньше, чем претендентов, а успех приносит щедрое вознаграждение. Кроме того, в случае тестового крикета результативность зависит не только от способностей, но и от знания местных географических и атмосферных условий, которые существенно и систематически различаются между странами, чьи сборные играют тестовые матчи. Мы использовали данные обо всех участниках тестовых матчей, которые дебютировали с 1950 по 1985 год, чтобы разделить влияние внутренних способностей и удачи в случае игроков, участвовавших в своих первых тестовых сериях. Для этого мы проанализировали информацию о том, проходила ли дебютная серия на своем поле или за границей, — что едва ли зависит от выбора дебютанта и в основном сводится к удаче.



Тестовый матч игры в крикет между командами из Южной Африки и Австралии в Кейптауне.

## В гостях хорошо, а дома лучше

Мы установили, что игра на своем поле оказывает значительное и важное влияние на результативность игрока в его дебютной тестовой серии, и что его результативность в первой серии существенно сказывается на продуктивности его карьеры. В случае бэтсменов игра на своем поле повышает средний коэффициент отбивания в дебютной серии на целых 33 процента. Для боулеров — игроков защиты, которые бросают мяч бэтсменам — дебют на своем поле снижает средний коэффициент подачи примерно на 18 процентов, то есть, боулер допускает на 18 процентов меньше перебежек на каждого бэтсмана, против которого он играет (см. вставку).

Почему место проведения дебютной серии имеет такое значение? В какой-то мере это просто преимущество своего поля, которое достается команде хозяев в любом виде спорта, но оно не ограничивается поддержкой своих болельщиков. Географические и атмосферные факторы также играют важную роль. В крикете боулер бросает мяч с разбега так, чтобы он отскочил от земли перед бэтсменом в области, называемой линией подачи. Условия на линии подачи могут давать преимущество для одного вида подачи перед другим, уровни влажности могут влиять на степень отклонения полета мяча в сторону от бэтсмана, а солнце и дождь могут определять состояние как линии подачи, так и дальней части поля.

Широко известно, что в Англии легче направить мяч по отклоняющейся дуге, а в Австралии выше отскок мяча на линии подачи. Известно также, что на Индийском субконтиненте состояние линии подачи ухудшается ближе к концу тестовых матчей, что повышает эффективность медленной подачи. Поскольку игроки любой страны намного лучше знают местные условия в своей стране, свое поле дает весомое преимущество. Кроме того, это преимущество, вероятно, тем больше, чем меньшим опытом международного крикета обладают игроки. Дебютанты, которые на протяжении всей предшествующей карьеры играли в крикет во внутренних турнирах, обычно совершенно незнакомы с существующими условиями за границей.

## Устойчивая значимость везения

Результативность в дебютном матче — превосходный предиктор итогов карьеры. Хорошие средние дебютные показатели как бэтсменов, так и боулеров тесно связаны с хорошими сред-



ними показателями за карьеру, определяемыми в случае бэтсменов как среднее количество выигранных перебежек за «смену», а для боулеров как среднее количество допущенных перебежек на каждого бэтсмана, выбитого из игры. Эта связь имеет место не только в отношении всей выборки игроков, но и для каждой страны — участницы тестовых матчей в отдельности.

Хорошая дебютная результативность зависит как от внутренних способностей, так и от удачи. Поскольку нас интересует только зависимость карьеры от удачи, мы используем двухступенчатый метод, называемый *инструментальными переменными*, чтобы исключить воздействие фактора способностей. На первом этапе мы исследуем связь между средними дебютными показателями игроков и местом, где состоялся их дебют. Поскольку место дебюта зависит от случая, доля результативности в дебютном выступлении, обусловленная местом проведения, используется на втором этапе как независимая переменная для прогнозирования средних показателей за карьеру. Эта двухступенчатая процедура позволяет выделить влияние удачи на итоги карьеры. Если фактор удачи не является устойчивым, мы, вероятно, обнаружим, что средние дебютные показатели не соотносятся со средними показателями за карьеру. В действительности же, как мы выяснили, эта связь неизменно остается значимой, хотя, как и ожидалось, количественный уровень этой связи снижается. Главный вывод состоит в том, что удача, выражающаяся в благоприятных условиях на своем поле, не только влияет на результативность дебюта, но это влияние сохраняется и в последующей международной карьере игрока.

Важно заметить, что наша эконометрическая стратегия зависит от *экзогенного* характера места дебюта тестового игрока, то есть, отсутствия связи с внутренними способностями. На более широком рынке труда это условие часто не соблюдается, и исходные условия, представляющиеся экзогенными, могут быть связаны со способностями. Например, представим конкретный этап цикла деловой активности как исходное условие. На первый взгляд, может показаться, что оно не связано со способностями лица, начинающего трудовую деятельность. Однако способный человек может отложить выход на рынок труда в период рецессии, решив вместо этого продолжать учебу. В практике тестового крикета, напротив, неслыханно, чтобы игрок отказался от шанса выступить за национальную сборную из-за того, что матч проводится за границей. Слишком мало вакантных мест в национальной сборной, слишком остра конкуренция за место, и слишком разителен контраст в уровнях оплаты между внутренним и тестовым крикетом, чтобы поверить в возможность такого шага. Таким образом, маловероятно, что место дебюта связано со способностями. Именно потому, что исходные условия экзогенны (что редко случается на других рынках труда), пример тестового крикета настолько удобен, чтобы анализировать влияние удачи на итоги карьеры.

### Почему удача устойчива

Почему удача носит такой устойчивый характер? В литературе выдвигается как минимум два возможных объяснения, оба из

#### Дебютант, суперзвезда

Повышение на 33 процента среднего коэффициента отбивания и снижение на 18 процентов среднего коэффициента подачи дебютанта в случае проведения первого тестового матча на своем поле приблизительно соответствуют разнице в результативности между суперзвездой и рядовым игроком. Например, у великого индийского открывающего бэтсмана Сунила Гаваскара средний коэффициент отбивания был примерно на треть выше, чем у его компетентных, но менее выдающихся современников, таких как Кит Флетчер или Ларри Гомес. Средний показатель легендарного австралийского боулера Дениса Лили был примерно на 15 процентов ниже, чем у его ассистирующего боулера Макса Уолкера.

которых имеют точные аналоги в нашей выборке. Во-первых, те, кто показывает хорошие результаты в своей дебютной серии, что аналогично получению хорошей первой работы, могут благодаря этому приобрести определенные навыки, и эти навыки могут приносить плоды в течение всей оставшейся карьеры. Например, бэтсмены могут обрести тем большую уверенность и тем более высокий уровень мастерства, чем дольше они играют в своем дебюте против высококачественных международных боулеров, не будучи выбитыми из игры. Эти качества будут помогать им и в будущих сериях. Мы называем это *гипотезой человеческого капитала*. Во-вторых, лица, ответственные за отбор национальной сборной, могут не брать в расчет различия места дебюта в решении о том, кого оставить, а кого исключить из тестовой команды; в результате те, кто дебютировал за границей, могут оказаться в невыгодном положении. Мы называем это *смещением сигнала*. Заметим, что гипотеза человеческого капитала и смещение сигнала могут существовать одновременно.

Мы используем данные о том, какие игроки были исключены, а какие оставлены в сборной, для построения простой модели решения об отборе, принимаемого после дебютной серии игрока. Мы находим подтверждение гипотезы человеческого капитала в отношении как бэтсменов, так и боулеров: успешное выступление в дебюте развивает полезные навыки. Мы также установили, что отбирающие подвержены смещению сигнала в случае и бэтсменов, и боулеров. Однако смещение сигнала намного сильнее для боулеров, чем для бэтсменов. Отборочные комиссии «наказывают» и бэтсменов, и боулеров за дебют за границей, но боулеров в непропорционально большей степени, возможно, ввиду того, что, по сравнению с низкой результативностью отбивания, плохие результаты подачи с большей вероятностью могут привести к проигрышу команды и наказываются более сурово.

### Польза удачного старта

Было бы неверно переносить выводы этого исследования на все остальные рынки труда, но все же представляется, что удача играет важную роль в успешных результатах дебюта, хотя способности и трудолюбие могут подкреплять первоначальное везение. Соответственно, наши результаты, вероятно, разочаруют оба лагеря пуристов — тех, кто считает, что успех зависит только от удачи или только от способностей. Следует добавить, однако, что рынок тестовых игроков отличается от других рынков труда, и эти отличия должны *уменьшать*, а не повышать роль удачи. Заметим, что те, кто отбирает тестовую команду, легко могут измерить результативность игрока, а различия условий в разных странах хорошо известны. Помимо этого, требуемые затраты усилий для проведения тщательного отбора, предположительно, очень невелики по сравнению с важностью принятия правильного решения. Тем не менее, отборочные комиссии, по-видимому, систематически «наказывают» как боулеров, так и бэтсменов, за то, что те имели несчастье дебютировать за границей, причем боулеров они систематически наказывают больше, чем бэтсменов. С учетом этого представляется вероятным, что аналогичные предвзятые оценки распространены среди всех видов работодателей, для которых показатели результативности более неопределенны, различия в исходных условиях труднее поддаются оценке, а само решение, скорее всего, не будет подвергаться критике со стороны миллионов убежденных в своей правоте болельщиков по всему миру. ■

*Шехар Айяр — старший экономист Департамента стран Азиатско-тихоокеанского региона МВФ, Родни Рамчаран — старший экономист Департамента стран Африки МВФ.*

*Настоящая статья основана на готовящемся к выпуску рабочем документе МВФ «Чему может научить нас международный крикет относительно роли удачи на рынках труда?» (What Can International Cricket Teach Us About the Role of Luck in Labor Markets?)»*



# Цены на жилье: возможно

Пракаш Лунгани

**В исторической перспективе отличительной особенностью цен на жилье является их волатильность, а не их тренд**

В 1625 году Питер Франц построил дом в Херенграхте, новом районе Амстердама. Когда Голландская Республика в 1620-х годах обрела статус мировой державы, а Амстердам стал первым крупным фондовым рынком, а также рынком биржевых товаров и фьючерсов, цена на дом увеличилась меньше, чем за десятилетие, вдвое. В течение последующих трех столетий цена на дом Франца падала из-за войн, спадов, финансовых кризисов, а потом снова возрастала (Shorto, 2006). Когда в 1980-е годы дом перешел в другие руки, его реальная стоимость, то есть после учета инфляции, за 350 лет выросла лишь вдвое, что дает очень скромную норму прибыли от этой инвестиции.

Более того, при рассмотрении за длительный исторический период отличительной чертой цен на жилье в Херенграхте был не тренд, а циклы (см. рис. 1): инновации и благополучные времена приводили к росту цены в течение нескольких лет, и как только, похоже, укоренилось убеждение, что на этот раз будет по-другому, наступали шоки и цены падали.

В период с конца 1990-х годов цены на дома в Херенграхте, и в целом в Амстердаме, увеличились за 10 лет вдвое, но затем началось новое резкое падение. Недавний рост цен в Амстердаме и их корректировка были частью глобального бума и спада цен на жилье. Цены на жилье резко выросли в США, росту способствовали инно-

вации в сфере жилищного финансирования. Они также выросли в Ирландии, что совпало с быстрым по историческим меркам ростом экономики; в Испании и Австралии рост подстегивался иммиграцией; в Исландии он был частью бума, вызванного небывалым расширением финансового сектора страны. В 2006 году цены на жилье стали падать — сначала в США, а потом в других странах (см. рис. 2).

Этот цикл бума и спада повсеместно считается ведущим фактором, способствовавшим мировому финансовому кризису, который сам был в целом признан как самая опасная экономическая угроза, с которой мир сталкивался после Великой депрес-

Рисунок 1

## В долгосрочной перспективе

С 1628 по 2008 год цены на жилье в районе Херенграхт росли и падали, но в среднем реальная цена выросла вдвое.

(1628 = 100)



Источник: Eichholtz, Piet M.A., 1997, "The Long Run House Price Index: The Herengracht Index, 1628–1973," *Real Estate Economics*, в новой редакции 2008 года, Eichholtz.





Херенграхт, Амстердам, район Питера Франца.

# ли дальнейшее снижение?

сии. Понимание причин циклов цен на жилье и методов их смягчения важно для поддержания макроэкономической стабильности как на национальном, так и глобальном уровне. Что мы знаем о распространенности и амплитуде (колебания цен от пика до низшей точки и наоборот) циклов цен на жилье в странах мира? Каковы движущие силы этих циклов? И что этот анализ говорит нам относительно будущего цен на жилье?

## Факты относительно циклов цен на жилье

Определение поворотных точек в ряде экономических данных, «датирование» циклов, является тем более надежным, чем дольше продолжается ряд данных. Данные о ценах на жилье, начинающиеся с 1600-х годов, как для района Херенграхт в Амстердаме, являются не правилом, а исключением. Однако для многих членов ОЭСР национальные данные о ценах на

## Цикл цен на жилье

Подъем цен на жилье в 18 странах с развитой экономикой<sup>1</sup>, который начался в середине 1990-х годов и продолжался десятилетие, затмил подъемы прошлых циклов. Спад, начавшийся три года назад, продолжается.

Цикл	Подъем		Спад	
	Продолжительность	Изменение цен <sup>2</sup>	Продолжительность	Изменение цен <sup>3</sup>
1970 — середина 1990-х годов	21 квартал	+40 процентов	18 кварталов	–22 процента
Середина 1990-х — настоящее время	41 квартал	+114 процентов	13 кварталов	–15 процентов

Источник: Igan and Loungani (готовится к печати).

<sup>1</sup>К 18 странам относятся Австралия, Германия, Дания, Ирландия, Испания, Италия, Канада, Корея, Нидерланды, Новая Зеландия, Норвегия, Соединенное Королевство, США, Финляндия, Франция, Швейцария, Швеция и Япония.

<sup>2</sup>Реальные цены, от низшей точки до пика.

<sup>3</sup>Реальные цены, от пика до низшей точки.

Рисунок 2

## Вверх, а потом вниз

В 2000–2006 годы цены на жилье в большинстве стран с развитой экономикой повышались. Падение цен с 2007 года также имело широко распространенный характер.

(В процентах)



(В процентах)



Источник: Организация экономического сотрудничества и развития.

жилье начинаются с 1970 года, что достаточно для надежной датировки соответствующих циклов.

С 1970 года по середину 1990-х годов средний подъем цен на жилье в 18 странах ОЭСР продолжался немногим более пяти лет, в течение которых реальные цены (с поправкой на инфляцию) увеличивались в среднем на 40 процентов (см. таблицу). Последующий спад обычно продолжался четыре с половиной года, и цены падали примерно на половину их прироста во время подъема.

Прошлое служит призмой для рассмотрения нынешнего цикла, который начался в большинстве стран где-то между серединой 1990-х годов и началом 2000-х годов. Подъем в этом самом последнем цикле продолжался в два раза дольше, чем в среднем в прошлом

## Цены на жилье: детерминанты или «пузыри»?

Роберт Шиллер хорошо известен тем, что он предсказал крах фондового рынка в 2000–2001 годах (см. *Ф&Р*, сентябрь 2008 года). В 2003 году он предостерег, что цены на жилье в США также были «вздутыми», другими словами, они повысились намного больше, чем это было обусловлено основными движущими силами, такими, как рост доходов, процентные ставки, демографические изменения и себестоимость строительства. Шиллер продемонстрировал, что отношение цен на жилье к арендной плате и доходам было наивысшим за столетие.

Шиллер считает, что такие «пузыри» образуются из-за того, что ожидания относительно цен на активы часто формируются материалами СМИ и общественным восприятием реальности, а также чрезмерной уверенностью в благоприятном исходе. Коррупция и антисоциальное поведение некоторых лиц может увеличивать «пузырь». В условиях рынка жилья США, утверждает Шиллер, у населения укоренилось представление о том, что цены на жилье никогда не снижаются или что на этот раз все будет по-другому. Предложение ипотечных ссуд лицам, очевидно неспособным погасить эти ссуды, и переоформление этих ссуд в обращающиеся на рын-

ке способствовали углублению последствий этих неправильных восприятий.

Экономист университета Ешива Джеймс Кан вместе с соавтором Робертом Ричем из Федерального резервного банка Нью-Йорка, напротив, утверждает, что взлет цен на жилье в США может быть объяснен экономическими детерминантами, особенно ожиданиями роста доходов. В работе Кана предполагается, что взлет цен с середины 1990-х по 2007 год был основан на уверенности в том, что рост производительности приведет к последовательному росту доходов. Эта динамика резко изменилась в 2007 году, когда возникло представление о замедлении роста производительности, тем самым бум жилья и обоснованность ипотек, зависящих от устойчивого повышения цен на жилье, были подорваны. Хотя рост производительности в США начал замедляться в 2004 году, представление об этом, согласно Кану, стало соответствовать реальности лишь в 2007 году.

Кан также утверждает, что из-за относительно неэластичного характера предложения жилья в периоды экономического роста выше среднего цены могут опережать доходы и резко падать, когда рост замедляется. В результате, усиление реакции цен на базовые изменения детерминант весьма схожи со сценарием «пузырей» и спадов, который недавно имел место.

(41 квартал по сравнению с 21 кварталом) и был более выраженным, при этом цены выросли почти в три раза. Продолжающийся спад приближается к продолжительности прошлых, и падение цен на жилье до сих пор близко к величине прошлых спадов. Но поскольку цены росли намного быстрее, чем в прошлые подъемы, их снижение может превысить прошлые спады.

### Движущие силы в основе циклов цен на жилье

Почему цены на жилье изменяются циклами, как это показано в таблице? Взаимодействуют как долгосрочные, так и краткосрочные взаимосвязи.

**Долгосрочные взаимосвязи.** Экономическая теория утверждает, что цены на жилье, арендная плата и доходы должны в долгосрочном плане меняться в связке. Почему? Рассмотрим

вначале цены на жилье и арендную плату. Покупка и аренда являются вариантами удовлетворения потребности в крове. Поэтому в долгосрочном плане цены на жилье и арендная плата не могут отрываться друг от друга. Когда это происходит, люди будут переходить от покупки к аренде и наоборот, что вызовет корректировку цен и арендной платы и восстановление соответствия между ними. В долгосрочном плане цены на жилье также не могут слишком отклоняться от способности людей платить эти цены, то есть от их доходов.

Взять, например, долгосрочные взаимосвязи в США и Соединенном Королевстве (см. рис. 3). За период с 1970 года по начало 2000-х годов отношение цен на жилье к арендной плате в США возвращалось к долгосрочной средней четыре раза. Цены на жилье опережали арендную плату в 1970-е годы, но с 1980 по 2000 год отношение цен на жилье к арендной

Рисунок 3

### Связаны вместе

В США и Соединенном Королевстве, как и во многих странах, арендная плата и доходы изменяются вместе с ценами на жилье.

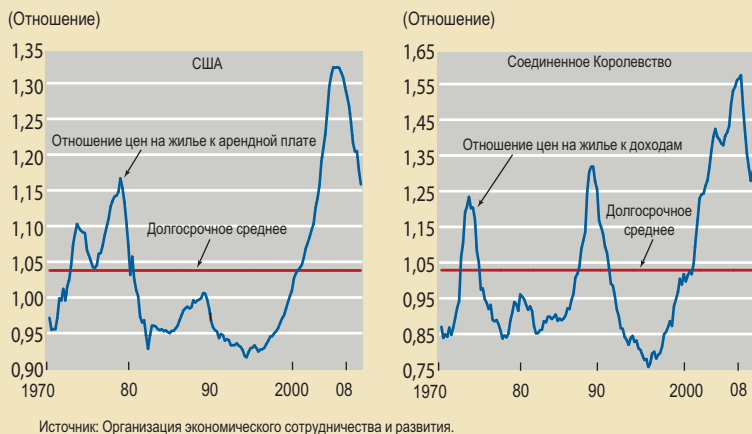


Рисунок 4

### Подталкивая цены на жилье

Активный рост доходов и численности населения может придать мощное ускорение реальным ценам на жилье, как это произошло в Ирландии после 1992 года.

(Среднегодовые темпы, в процентах)

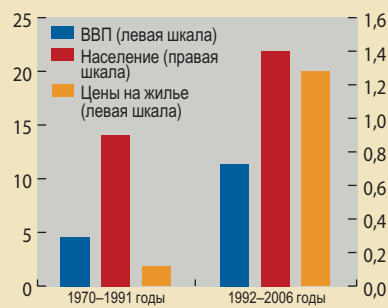
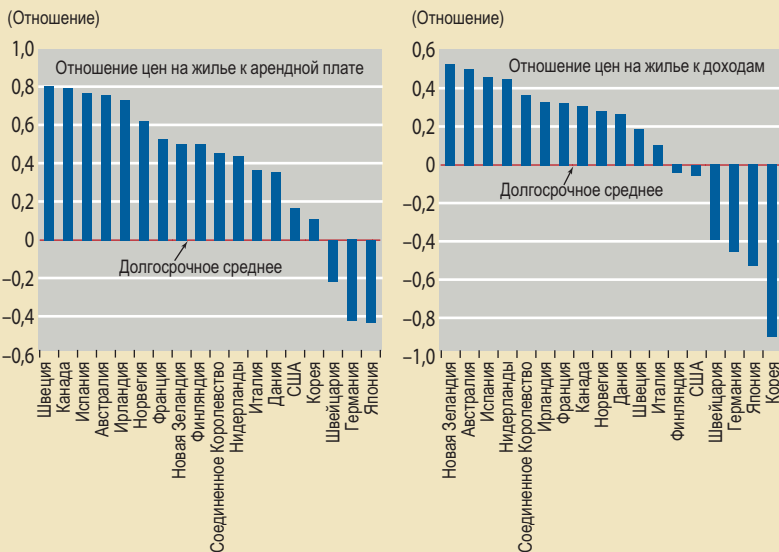




Рисунок 5

## Как низко могут упасть цены?

Несмотря на значительное снижение, отношение цен на жилье к арендной плате и доходам по-прежнему выше долгосрочных средних в большинстве стран с развитой экономикой.



Источник: Организация экономического сотрудничества и развития.

Примечание. Долгосрочное среднее отражает 1970–2000 годы. Текущие отношения относятся к концу 2009 года.

плате упало до уровня немного ниже долгосрочной средней. С 2000 по 2006 год это отношение намного превысило долгосрочный средний уровень, а впоследствии возвращается к этому уровню. И с учетом этого показателя, как и амплитуды прошлых циклов, возможна дополнительная корректировка. В Соединенном Королевстве схожая ситуация наблюдается для отношения цен на жилье к доходам. С 1970 по 2000 год это от-

## Одна из причин столь быстрого роста цен на жилье заключается в том, что предложение жилья не может быть моментально изменено.

ношение было близко к долгосрочному среднему уровню, хотя пару раз резко отклонялось. С 2006 года отношение стало опускаться в сторону долгосрочного среднего уровня, хотя оно все еще значительно его превышает.

**Краткосрочные детерминанты.** Если долгосрочные взаимосвязи действуют как ориентир, то в краткосрочном плане цены на жилье от него удаляются, часто весьма значительно и на длительное время. Активный спрос приводит к увеличению цен на жилье, часто повышение больше того, которое полностью объясняется основными факторами. Наглядным примером служит Ирландия (см. рис. 4). В 1992–2006 годах в Ирландии рост доходов превышал 10 процентов в год, что более чем вдвое опережало средние темпы предыдущего двадцатилетия. Рост численности населения также ускорился после 1992 года. Повышение цен на жилье опережало эти факторы — с 1992 по 2006 год цены росли почти на 20 процентов в год, что в 10 раз быстрее

темпов предыдущего двадцатилетия. Одна из причин столь быстрого роста цен на жилье заключается в том, что предложение жилья не может быть моментально изменено. Другая заключается во взаимодействии рынка жилья и финансового рынка. Поскольку жилье служит залогом, повышение цен может оказать обратное воздействие: при повышении цен на залог, банки готовы увеличивать кредитование населения, что подстегивает бум цен на жилье. Это обратное воздействие может возникать независимо от того, что вызвало первоначальное повышение цен: инерция спроса, политика правительства, например, низкие ставки, или институциональные изменения, которые расширяют доступность ипотечного кредита.

Более того, основные факторы не полностью объясняют все изменения цен во всех странах во все времена. Как утверждает экономист Йельского университета Роберт Шиллер и другие, цены на жилье могут определяться психологическими и социологическими факторами; эти факторы могут также усиливать изменения цен на жилье в ответ на экономические детерминанты (см. вставку).

## Возможно дальнейшее падение?

Несмотря на признаки стабилизации, глобальная корректировка на рынке жилья продолжалась в течение 2009 года. Цены на жилье в странах ОЭСР с IV квартала 2007 года по III квартал 2009 года снизились в среднем на 5 процентов в реальном выражении.

Как низко могут упасть цены? Следует учесть ряд факторов.

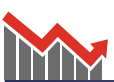
Во-первых, цены на жилье в большинстве стран по-прежнему существенно превышают уровни, наблюдавшиеся во времена подъема в начале 2000-х годов. Во-вторых, эти цены опережают арендную плату и доходы, которые, как отмечалось выше, часто служат долгосрочными ориентирами для цен. На рис. 5 показано, насколько отношение цен к арендной плате и доходам должно упасть дополнительно, чтобы вернуться к долгосрочному среднему уровню. В-третьих, эконометрические модели показывают, что цены на жилье в 2000–2006 годах выросли в большей степени, чем это может быть объяснено либо краткосрочными факторами, либо долгосрочными взаимосвязями: произошедшие до настоящего времени корректировки не устранили всех излишеств, вызванные повышениями цен на жилье.

Из этого следует тревожный вывод: цены на жилье во многих странах могут дополнительно снизиться. ■

Пракаш Лунгани — советник в Исследовательском департаменте МВФ.

## Литература:

- Igan, Deniz, and Prakash Loungani, forthcoming, "Global Housing Cycles," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Shorto, Russell, 2006, "This Very, Very, Old House," The New York Times Magazine, March 5.



# Избежать протекционизма

Грузы в Маерском терминале, Лонг-Бич, Калифорния.

Кристиан Хенн и Брэд Макдоналд

**Пока мир удерживается от распространения ограничительных мер в области торговли, но самый трудный период, возможно, еще впереди**

**С**ПАДЫ и их последствия, как правило, создают почву для давления в сторону протекционизма. Когда в экономике происходит спад производства и растет безработица, идея о том, что в этом как-то повинна внешняя торговля, оказывается весьма привлекательной. Растут порывы экспортировать безработицу за счет сдерживания импорта и субсидирования отечественного производства, даже несмотря на то, что прошлый опыт показывает, что такие меры только ухудшают ситуацию.

Великая депрессия 1930-х годов породила масштабный протекционизм, который привел к усугублению и распространению экономического и социального хаоса во всем мире.

Недавний глобальный финансовый кризис повсеместно считается самой тяжелой экономической катастрофой с 1930-х годов. Финансовые рынки застыли. Производство резко упало, особенно в странах с развитой экономикой. Международная торговля в последние месяцы 2008 года существенно сократилась. При этом мировые лидеры заявили, что они извлекли уроки из Великой депрессии и взяли на себя обязательства противодействовать протекционистскому давлению. Удалось ли им это? И даже если мир до настоящего времени держался перед лицом этого давления, можно ли считать, что опасность уже миновала?

## Огромный спад в торговле

В периоды спада внешняя торговля, как правило, сокращается больше, чем общая экономическая активность. Однако неожиданное падение объема мировой торговли на 17 процентов за период с октября 2008 года по январь 2009 года исходно представлялось непропорционально крупным по сравнению с относительно небольшим сокращением скорректированного на инфляцию валового внутреннего продукта (ВВП) за тот же период — которое достигло двух процентов в крупнейших странах с развитой экономикой (см. рис. 1). Однако

глубина спада в торговле, как представляется, не была вызвана сколько-либо значительным поворотом в сторону протекционистских мер. Причина, по-видимому, заключается в синхронизированном на глобальном уровне спаде общего спроса, особенно сильно сказавшемся на международной торговле вследствие следующих трех принципиальных характеристик торговых потоков в последние годы.

Во-первых, продажи товаров длительного пользования и иные покупки, которые могут быть отложены, — а на них приходится непропорционально большая доля мировой торговли, — сократились особенно сильно. Финансовые потрясения привели к резкому сужению рынков кредита. Всплеск неопределенности на финансовых рынках привел к тому, что потребители (уже задетые уменьшением уровня благосостояния вследствие спада на жилищном и фондовом рынках) стали в беспрецедентных масштабах откладывать

Рисунок 1

## Непропорционально крупный спад

Относительно спада общего выпуска продукции и объема промышленного производства сокращение мировой торговли в последние месяцы 2008 года было намного более резким, чем в предыдущих спадах.

(Сентябрь 2008 = 100)



Источники: СРВ Нидерландское бюро анализа экономической политики; МВФ, «Перспективы развития мировой экономики». Примечание. Реальный ВВП представляет собой простое среднее из ВВП США, зоны евро и Японии, с поправками на сезонные колебания.

на будущее покупки товаров длительного пользования, таких как электронная продукция и автомобили. Компании, в ответ на снижение потребительского спроса и повышение стоимости капитала, стали откладывать реализацию своих инвестиционных планов, что вело к сокращению спроса на инвестиционные товары. На инвестиционные товары и потребительские товары длительного пользования приходится подавляющая часть глобальной торговли товарами (см. рис. 2), но при этом существенно меньшая часть мирового ВВП, в котором очень значительную долю составляют услуги и продукция, не относящаяся к товарам длительного пользования. Этой асимметрией может объясняться не менее половины общего спада в торговле (Levchenko, Lewis, and Tesar, 2009; Baldwin, 2009).

Во-вторых, глобальное производство строится на развитой цепи поставок, так что до создания конечного товара производится целый ряд продаж отдельных его компонентов. Спады усиливают эти эффекты цепи поставок: с одной стороны производство товаров, потребление которых может быть отложено, связано с более масштабными цепями поставок, а с другой — компании в период спада сокращают свои заказы на промежуточную продукцию как в целях уменьшения производства, так и для сокращения товарно-материальных запасов (Freund, 2009). Методы производства с поставками точно в срок позволяют компаниям иметь меньшие материальные запасы, но одновременно они ведут к более быстрому распространению потрясений со стороны спроса. Эта роль коррекции товарно-материальных запасов может пролить свет на то, почему произошел столь резкий спад торговли в конце 2008 года и в начале 2009 года, после которого отмечалось быстрое восстановление уровня торговли. Страны, в наибольшей степени интегрированные в глобальные цепи поставок, столкнулись с наиболее резким и значительным спадом в торговле. Например, экспорт Японии сократился в этот период на треть.

В-третьих, растущая опора на финансирование торговли могла стать еще одним фактором, способствовавшим спаду в торговых потоках. Глобальные цепи поставок обуславливают потребность компаний в более долгосрочном финансировании своего оборотного капитала, поскольку продукции требуется больше времени, чтобы достичь своего конечного потребителя. И вследствие этих более длинных цепей поставок растущую роль стало играть финансирование торговли с посредническим участием банков, обеспечивающее больше взаимной уверенности в отношениях между импортерами и экспортерами. По крайней мере, на начальных этапах кризиса негативное влияние вызвала более высокая стоимость и уменьшение доступности торгового финансирования, особенно в странах с формирующейся экономикой (Dorsey, 2009).

Торговля начала восстанавливаться, но устойчивость этого подъема пока не гарантирована. За период с мая по ноябрь 2009 года объем экспорта в мире увеличился примерно на 10 процентов (см. рис. 3). Как представляется, ключевую роль в этом оживлении играют глобальные цепи поставок: регионы, в наибольшей степени интегрированные в них, такие как восточная Азия, показывают наиболее заметный рост торговли. Однако с сентября произошло охлаждение в импорте со стороны стран с развитой экономикой (см. рис. 4). Сохранение открытости рынков будет иметь особое значение для поддержания торговли и общего экономического подъема, опирающегося на широкую базу.

### Сдержанность протекционизма

Одним из факторов, который практически не проявлялся в случае резкого сокращения торговли товарами и услугами в 2008–2009 годах, оказался протекционизм. С начала кризиса протекционистские меры практически с любой точки зрения были относительно незаметны. По оценкам Всемирной торговой организации (ВТО), с начала кризиса новые меры протекционизма были распространены менее чем на 1 процент мировой торговли (WTO, 2009). Хотя в нескольких странах были повышены тарифы по некоторым (как правило, узким) товарным позициям,

Рисунок 2

### Откладываемые покупки

На потребительские товары длительного пользования и инвестиционные товары приходится значительная доля мировой торговли.



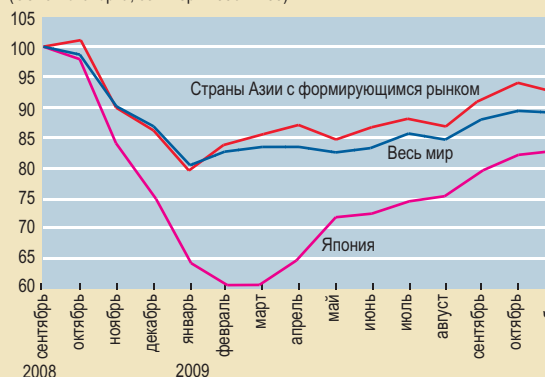
Источник: Всемирная торговая организация, «Статистика международной торговли»  
Примечание. Данные за 2007 год.

Рисунок 3

### Самый тяжелый удар

В странах, в наибольшей степени интегрированных в глобальные цепи поставок, отмечалось самое быстрое возобновление подъема.

(Объем экспорта, сентябрь 2008 = 100)



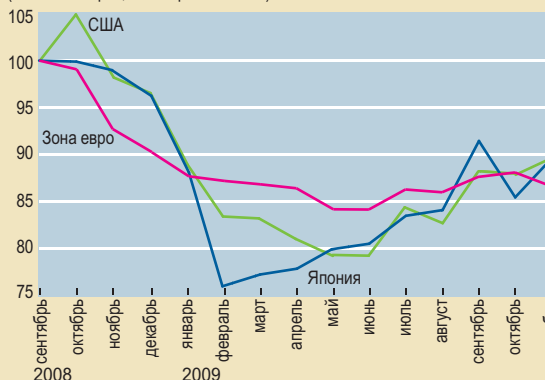
Источник: CPB Нидерландское бюро анализа экономической политики.

Рисунок 4

### Снова вялость

После всплеска в начале 2009 года темпы роста импорта в странах с развитой экономикой в сентябре начали замедляться.

(Объем импорта, сентябрь 2008 = 100)



Источник: CPB Нидерландское бюро анализа экономической политики.



лишь в небольшом числе стран повышения тарифов имели более широкие масштабы. Многие развивающиеся страны воздерживались от повышения тарифов, несмотря на то что верхние предельные границы тарифов ВТО дают им значительные возможности повышения применяемых тарифных ставок, что, возможно, свидетельствует о понимании этими странами важности открытых рынков как для собственного экономического функционирования, так и для возобновления глобального подъема.

Тем не менее, принятые в ответ на кризис меры в области торговли в некоторых случаях могли создавать перекосы в условиях работы на рынке. Чрезвычайные меры государственной поддержки и увеличение субсидий, возможно, позволяли снять давление в пользу проведения наносящих больший ущерб мер, но, как правило, они были направлены на отечественные предприятия, особенно в сфере финансов и обрабатывающей промышленности. Большее предпочтение в области закупок, оказываемое государством отечественным компаниям, также создало менее благоприятные условия для их конкурентов и тем самым уменьшило влияние пакетов государственного стимулирования на глобальный рост. Другие менее заметные ответные меры на кризис включали нетарифные барьеры, такие как ограничительные меры в области лицензирования и более обременительные таможенные процедуры, а также очевидное ужесточение стандартов и нормативов в отношении конкретных видов продукции. И наконец, по мере восстановления торговли во второй половине 2009 года различные отрасли начали подавать все больше петиций по антидемпинговым мерам (Bown, 2009).

### Опыт 1930-х годов

Очень ценным оказалось то, что политики и директивные органы обратили свои взгляды к опыту Великой депрессии. В 1929 году Конгресс США начал работу над существенным повышением таможенных тарифов еще до краха фондового рынка. Принятие закона Смута-Хоули о тарифах в июне 1930 года — несмотря на сильные возражения со стороны многих экономистов — вызвало глубокое возмущение и некоторые ответные меры на глобальном уровне. Конференция Лиги Наций, созванная в 1930 году с целью предотвратить новый виток протекционистских мер, провалилась. В 1931 году ускорилось ухудшение ситуации в мировой торговле, и шла «хаотическая борьба в попытках защитить внутренние рынки и удержать от краха платежные балансы» (Eichengreen and Irwin, 2009). Крупнейшие страны провели существенную девальвацию своих валют, ввели валютные ограничения или резко повысили импортные тарифы и ввели квоты на импорт. В отсутствие возможностей проведения не-

зависимой денежно-кредитной политики страны, валюты которых были привязаны к золоту, были более склонны к введению ограничений на торговлю, особенно в тех случаях, когда страны-партнеры по торговле проводили девальвацию своих валют.

За период с 1929 по 1933 год объем мировой торговли уменьшился на 25 процентов, и почти половина этого спада объясняется более высокими барьерами для торговли. В США новый тариф привел к повышению средней ставки по облагаемым пошлинами статьям импорта с уже высокого уровня в 40 процентов до 47 процентов. Однако более сильное влияние оказало взаимодействие дефляции и использования специфических тарифов. В работе Irwin (1998) делается заключение, что повышением эффективного тарифа (вследствие как закона Смута-Хоули, так и дефляции) объяснялось от 12 до 20 процентных пунктов уменьшения импорта США в период 1930–1932 годов.

Хотя протекционизм и не был причиной Великой депрессии, более высокие барьеры для торговли усугубили ее и, что особенно важно, препятствовали восстановлению экономики после кризиса. Глобальный объем производства вернулся к своему докризисному уровню к 1938 году, но отношение торговли к ВВП на этот момент было примерно на 20 процентов ниже, чем в 1929 году. Хотя торговые ограничения постепенно начали сниматься с 1934 года, и этот процесс продолжался и далее, в некоторых случаях для полного исправления неверных шагов 1930–1932 годов потребовались десятилетия.

### Повторения пока удается избежать

Недавний кризис своей глубиной вполне мог породить шквал протекционистских мер. Однако существует несколько причин, по которым этого не произошло.

- Уже на самом раннем этапе экономисты и политики привлекли внимание к тому, насколько обращение к протекционизму может сделать кризис более глубоким и продолжительным. В частности, директивные органы бдительно отслеживали эту опасность благодаря проявленному на высоком уровне вниманию к данной проблеме со стороны лидеров Группы двадцати стран с развитой экономикой и странах с формирующимся рынком, а также благодаря активному мониторингу со стороны ВТО (см. вставку).

- Многосторонние организации, такие как ВТО и МВФ, обеспечивали прозрачность и осведомленность о негативном влиянии протекционистских мер на другие стороны. Принятыми на многостороннем уровне правилами устанавливалось, какие ответные меры политики считаются ответственными.

- Мощные и принятые на раннем этапе ответные меры правительства, направленные на повышение расходов, либерализацию денежно-кредитной политики и поддержку финансового сектора, способствовали смягчению и уменьшению продолжительности кризиса. Косвенная или прямая помощь коммерческому сектору, возможно, также способствовала снижению потребности в собственном протекционистских мерах.

- Примерно 99 процентов импортных тарифов в настоящее время являются *стоимостными*, то есть устанавливаются в процентах от стоимости облагаемой продукции, а это означает, что снижение цен на импорт ведет к уменьшению тарифных платежей (WTO, 2008). Эта ситуация отличается от 1930-х годов, когда многие тарифы были *специфическими*, то есть устанавливались на единицу товара, что вело к росту величины уплачиваемого тарифа относительно стоимости импортируемых товаров при снижении их цен.

- Широкое распространение сетей глобальных поставок и прямых иностранных инвестиций сказывается на политической экономии внешнеторговой политики. Отечественные фирмы, имеющие зарубежные предприятия или в значительной степени опирающиеся на импортируемые производственные ресурсы, сильно заинтересованы в поддержании открытости во внешнеторговой политике, тем самым противодействуя протекционистским настроениям.

### Важнейший вопрос политики

Повышенное осознание политическими лидерами рисков протекционизма было очевидным уже на ранних этапах кризиса. Лидеры Группы 20-ти стран с развитой экономикой и стран с формирующимся рынком обязались в ноябре 2008 года «воздерживаться от возведения новых барьеров для инвестиций или торговли товарами и услугами, наложения новых ограничений на экспорт или проведения» мер по стимулированию экспорта, противоречащих правилам Всемирной торговой организации (ВТО).

В апреле 2009 года лидеры Группы 20-ти продлили действие этих обязательств на 2010 год и обратились к ВТО и другим организациям с просьбой вести мониторинг соблюдения своими странами этих обязательств. Эта просьба создала дополнительный толчок для деятельности, начатой ВТО в октябре 2008 года. Доклады ВТО по результатам мониторинга позволили получить критически важное понимание сути и степени принимавшихся в ответ на кризис мер в области торговой политики. Ответные меры Группы 20-ти дополнялись деятельностью, проводимой другими международными учреждениями, правительствами отдельных стран и неофициальными образованиями, в частности, независимой инициативой по отслеживанию мер в области глобальной торговли Global Trade Alert Центра исследований экономической политики.

## Будущие опасности

Хотя до настоящего времени отмечалось меньше обращений к протекционистским мерам, чем можно было опасаться на начальном этапе, этот риск сохраняется. В самом деле, учитывая, что в странах с развитой экономикой безработица находится сейчас на самом высоком уровне за многие годы, давление в пользу протекционизма в 2010 году может даже усилиться. Ущерб, который может быть нанесен попаданием в ловушку протекционизма — заключающийся как в создании опасности для начала будущего подъема, так и в торможении глобального роста на предстоящие годы, — является достаточным основанием для того, чтобы выдвинуть обычный призыв воздерживаться от самоуспокоенности. Однако здесь есть и дополнительные причины для беспокойства.

## Поскольку торговля начала расти более быстрыми темпами, чем общая экономическая активность, восстановление рыночной доли импорта до докризисного уровня может создать требования введения протекционистских мер.

Сокращение рабочих мест в течение 2008–2009 годов шло в условиях уменьшения импорта, когда падение внешней торговли происходило значительно более быстрыми темпами, чем падение общей экономической активности. Когда рыночная доля импорта сокращалась, иностранные товары, как правило, не обвинялись в уменьшении количества рабочих мест. И сосредоточение внимания на импорте не привлекало как значимое направление борьбы с ростом безработицы. Однако поскольку торговля начала расти более быстрыми темпами, чем общая экономическая активность, восстановление рыночной доли импорта до докризисного уровня может создать требования введения протекционистских мер, особенно когда безработица остается высокой, и в медленно восстанавливающихся секторах.

Существуют и другие причины, по которым может произойти рост протекционистских настроений. В прошлом одним из аргументов в пользу ограничений торговли обычно были *многосторонние или двусторонние дефициты счета текущих операций*. Хотя недавнее сокращение торговли привело к уменьшению внешних дисбалансов, пока неясно, в какой степени они могут возникнуть снова. Когда будут прекращены меры *бюджетного и денежно-кредитного стимулирования, а также стимулирования финансового сектора*, оказавшиеся в менее благоприятном положении фирмы и отрасли могут начать требовать протекционизма в торговле. Более высокие цены на биржевые товары создают риск того, что некоторые страны будут вводить налоги или ограничения на свой экспорт таких товаров — эта опасность проявилась во время кризиса цен на продовольствие 2007–2008 годов. И наконец, в некоторых странах с формирующимся рынком *всплеск притока капитала* привел к значительному повышению курса национальной валюты. Независимо от того, насколько новый обменный курс является адекватным, сам этот факт может негативно сказаться на конкурентоспособности экспортеров и отечественного сектора, конкурирующего с импортом и потому создать давление в пользу защиты от импорта и поддержки экспорта.

## Безумие протекционизма

В ситуации, в которой оказался мир сегодня, усиление ограничений для торговли является неверной реакцией политики. Более того, сложность отмены уже введенных мер означает, что протекционистские действия, предпринятые сегодня, могут сдержи-

вать экономический рост в течение целого ряда лет. К счастью, политики признали опасность, которую несут меры в области торговли для будущего экономического подъема. Существовала опасность введения слишком большого количества ограничений, но реально их применение оказалось относительно узким. Тем не менее, в 2010 году давление в сторону протекционизма может усилиться вследствие наиболее вероятного сохранения высокой безработицы и восстановления объема импорта.

В ближайшем будущем ситуация в области международной торговли будет в значительной мере определяться следующими тремя факторами.

**Усиленный мониторинг мер в области торговой политики положительно сказался на проводимой политике.** Четкое выявление дискриминационных мер — не предавая чрезмерного значения их частоте или последствиям — оказалось действенным сдерживающим фактором. Есть возможность дополнительного усиления работы по данному направлению.

**Сохраняется возможность скрытого, или «закамуфлированного» протекционизма.** Эта опасность может проявиться не в форме таможенного тарифа, а через политику государственных закупок, стандарты на конкретные виды продукции, таможенные процедуры или иные меры, протекционистские последствия которых являются менее прозрачными.

**Завершение Дохского раунда многосторонних торговых переговоров в рамках ВТО будет способствовать обеспечению поддержания открытости рынков,** позволяя торговле играть свою роль в экономическом подъеме и поддерживать активный рост в предстоящие годы. Надежное удержание тарифов на более низких уровнях, уменьшение опасности создающих искажения в торговле субсидий сельскому хозяйству, повышение прозрачности торговой политики и более жесткое закрепление многосторонних правил в таких связанных с торговлей областях, как продовольственная помощь и субсидирование рыбного хозяйства, уменьшит риск будущих торговых конфликтов и укрепит глобальные экономические отношения. ■

Кристиан Хенн — экономист, а Брэд Макдоналд — заместитель начальника отдела в Департаменте стратегии, политики и анализа МВФ.

## Литература:

Baldwin, Richard, ed., 2009, *The Great Trade Collapse: Causes, Consequences and Prospects*. Available at VoxEU.org

Bown, Chad, 2009, “The Global Resort to Antidumping, Safeguards, and other Trade Remedies amidst the Economic Crisis,” *World Bank Policy Research Working Paper WPS5051* (Washington).

Dorsey, Thomas, 2009, “Trade Finance Stumbles,” *Finance & Development*, Vol. 46, No. 1, pp. 18–19.

Eichengreen, Barry, and Douglas A. Irwin, 2009, “The Slide to Protectionism in the Great Depression: Who Succumbed and Why?” *NBER Working Paper 15142* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Freund, Caroline, 2009, “The Trade Response to Global Downturns: Historical Evidence,” *World Bank Policy Research Working Paper WPS5015* (Washington).

Irwin, Douglas A., 1998, “The Smoot-Hawley Tariff: A Quantitative Assessment,” *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 80, No. 2, pp. 326–34.

Levchenko, Andrei A., Logan Lewis, and Linda L. Tesar, 2009, “The Collapse of International Trade During the 2008–2009 Crisis: In Search of the Smoking Gun,” *Gerald R. Ford School of Public Policy Research Seminar in International Economics Discussion Paper 592* (Ann Arbor, Michigan: University of Michigan).

World Trade Organization (WTO), 2008, *World Tariff Profiles 2008* (Geneva).

———, 2009, “Overview of Developments in the International Trading Environment” (Geneva, November).

# Вызов столетия

**Изменение климата — это проблема неэффективности рыночного механизма в глобальных масштабах; она должна решаться в совокупности с проблемами задолженности и глобальных экономических дисбалансов**

*Алекс Боуэн, Маттиа Романи и Николас Стерн*

**П**ЕРЕД глобальной экономикой стоят три проблемы: крупный государственный долг, широкие расхождения между странами, которые создают сбережения, и странами, которые потребляют, и необходимость в менее углеродоемкой экономике. Все три проблемы взаимосвязаны и должны решаться в комплексе. Одни решения могут подкреплять другие, иные же могут входить с ними в противоречие. Важную роль в этом процессе может сыграть МВФ.

## Задачи

Во-первых, в свете недавнего глобального финансового кризиса и спада экономического роста правительства во всем мире повышают расходы, чтобы поддержать свои финансовые системы и создать налогово-бюджетные стимулы; в то же время налоговые поступления падают. Правительства теперь стоят перед лицом растущего государственного долга и должны продемонстрировать держателям долговых инструментов, что они располагают заслуживающей доверия стратегией сокращения дефицита в среднесрочной перспективе. Как утверждают Карло Коттарелли и Хосе Виньялс из МВФ, это ставит трудную задачу перед государственными финансами, учитывая, что в 2008–2014 годах отношение долга к валовому внутреннему продукту (ВВП) стран с развитой экономикой, как ожидается, при отсутствии каких-либо дополнительных мер должно возрасти более чем наполовину, с 75 до 115 процентов (ФИР, декабрь 2009 года). Эта проблема вряд ли будет решена, по крайней мере, еще в течение десятилетия.

Во-вторых, глобальная экономика по-прежнему характеризуется наличием значительных макроэкономических дисбалансов, в частности глобальными несоответствиями между сбережениями/инвестициями и состоянием счетов операций с капиталом. Эти дисбалансы угрожают перспективам восстановления глобального экономического роста до темпов, наблюдавшихся ранее в новом тысячелетии, в то время как страны-должники пытаются обуздать дефицит по счетам текущих операций, а странам-кредиторам не удается в достаточной степени повысить рост внутреннего спроса. Однако если дисбалансы будут резко устранены, стабильность финансовых систем и инвестиционных и торговых потоков может оказаться вновь сильно подорванной. Политическое давление, являющееся результатом высокой безработицы, может само по себе сдерживать торговлю. Сокращение этих дисбалансов должно проводиться решительно, четко, но постепенно.

В-третьих, мир должен перейти к низкоуглеродоемкой экономике. Сохранение неизменного положения, вероятно, приведет к такой концентрации парниковых газов (ПГ), которая повлечет за собой невиданный за десятки миллионов лет рост температуры с катастрофическими последствиями. Годовой объем выбросов ПГ в настоящее время составляет приблизительно 47 млрд метрических тонн двуокиси угле-

рода в эквиваленте. Для того чтобы иметь 50-процентную вероятность того, что нам удастся не допустить рост глобальной температуры более чем на 2°C (относительно середины XIX века), что является давней международной целью для предотвращения опасных изменений климата, выбросы должны будут составить приблизительно 44 млрд метрических тонн к 2020 году, значительно менее 35 млрд метрических тонн к 2030 году и намного менее 20 млрд метрических тонн к 2050 году. Если темпы роста мировой экономики в течение следующих 40 лет будут составлять 2–3 процента в год (то есть ее объем утроится), выбросы на единицу выпуска продукции должны будут сократиться приблизительно в 8 раз. По любым меркам, это будет радикальное преобразование, требующее почти полной декарбонизации производства электроэнергии к 2050 году. Потребуется существенные и устойчивые инвестиции в сокращение выбросов и тщательно продуманные меры политики для исправления неэффективности рыночного механизма, вызванного экстермальными эффектами выбросов парникового газа. Это преобразование займет несколько десятилетий, но особенно важными будут следующие 10 лет. Они определяют направление развития техники и инфраструктуры, особенно в энергетическом секторе, и существует риск того, что мы не сможем избавиться от углеродоемких долгосрочных капитальных активов. Промедление опасно, так как потоки выбросов ведут к увеличению концентрации ПГ, которую трудно уменьшить.

## Синергия

Необходимо понимать, насколько эти задачи взаимосвязаны: невыполнение любой из них обойдется крайне дорого. Особо важны некоторые виды синергии.

В кратко- и среднесрочной перспективе взимание платы за выбросы углерода посредством углеродного рынка или налога может обеспечить столь необходимые доходы и уменьшить дефицит государственных бюджетов. Кроме того, инвестиции в низкоуглеродоемкую инфраструктуру в период замедления глобальной экономики позволят мобилизовать незадействованные ресурсы, уменьшив риск вытеснения других важных инвестиций.

В более долгосрочной перспективе декарбонизированная энергетическая система будет означать крупное уменьшение импорта ископаемого топлива, что положительно скажется на торговом балансе чистых импортеров ископаемого топлива с отрицательным сальдо счета текущих операций. Это также повысит устойчивость экономики стран перед лицом резких изменений цен на ископаемое топливо, что уменьшит потребности в субсидировании энергетики. Кроме того, существуют и другие потенциальные преимущества низкоуглеродоемкого экономического роста, связанные с более чистым, спокойным, безопасным и биоразнообразным миром.



Переход к низкоуглеродоемкой экономике раскрывает широкие инвестиционные возможности. Надлежащие стимулы и заслуживающая доверия долгосрочная политика должны привлечь частные инвестиции в эти технологии, сократив часть дисбаланса между планируемыми сбережениями и инвестициями, особенно в странах с высокими темпами роста и высоким коэффициентом сбережений, которые испытывают сильные потребности в повышающих производительность внутренних инвестициях.

Технический прогресс, необходимый для преобразования экономики наших стран, начался и, вероятно, приведет к периоду важных инноваций, если потенциальные инноваторы поверят в долгосрочную приверженность правительств разумным мерам политики, связанным с изменением климата. Неэффективность рыночного механизма, препятствующая инновациям, должна быть быстро устранена. Низкоуглеродоемкие технологии могут изменить экономику в такой же или даже большей степени, чем паровая машина, электричество или информационные технологии. Как и в прошлом, значительные вторичные эффекты технического прогресса могут ускорить развитие экономики в процессе решения вышеуказанных задач.

### Противоречия

Однако существуют также противоречия между этими тремя задачами и соответствующими мерами политики.

Низкоуглеродоемкая экономика может означать более высокие относительные цены на выбросоёмкую продукцию и ее замену, перемещение и свертывание некоторых производств и немногим более медленный рост доходов в течение некоторого периода времени. Кроме того, некоторые низкоуглеродоемкие технологии могут привести к падению производительности, по крайней мере, на начальном этапе. Это может угрожать общественной поддержке мер политики, связанных с изменением климата, учитывая воздействие глобального спада на реальные доходы и доверие потребителей. Определенной компенсацией может послужить использование доходов от «зеленых налогов» для уменьшения иного налогового бремени, но у этого подхода есть свои ограничения, учитывая необходимость сокращения государственного долга, стимулирования расходов на НИОКР и (в случае богатых стран) увеличения финансовых потоков в пользу бедных стран, чтобы помочь им с адаптацией к изменению климата и сокращением выбросов. Однако если политика будет эффективно использовать возможности для повышения производительности энергии, стоимость энергии для экономики может быстро уменьшиться, несмотря на более высокие цены на энергию.

Большое значение будет иметь реакция чистых экспортеров ископаемого топлива на эти преобразования. Снижая цены, они могут подорвать переходный процесс, так как альтернативные технологии станут относительно более дорогостоящими. Повышая цены и стремясь к максимизации краткосрочной прибыли, они могут подвергнуть бюджеты компаний и правительства стран-импортеров энергии чрезмерному давлению, что усугубит и без того слабые позиции последних, приведет к увеличению чистых планируемых сбережений и замедлению роста мировой экономики. Сильная политика взимания платы за выбросы углерода может помочь нивелировать эти проблемы.

Стимулирование частных инвестиций поможет исправить один из дисбалансов, однако если переход к низкоуглеродоемкой экономике требует обеспечения больших общественных благ, таких как связанная с энергетикой и транспортом инфраструктура и ранние НИОКР, это может подвергнуть дополнительному давлению бюджет общественного сектора и вытеснить другие инвестиции. В случае крупных аккордных инвестиций в инфраструктуру могут потребоваться инновационные методы финансирования и распределения рисков, особенно на этапе, когда возможности банковской системы осуществлять финансовое посредничество остаются ограниченными. Аналогичным образом, инновационные методы будут необхо-

димы, чтобы поддержать процесс преобразований в развивающихся странах.

### Роль МВФ

МВФ располагает особыми возможностями в том, что касается вопросов синергии и противоречий. Существует тесная связь между управлением краткосрочными рисками и возможностями и обеспечением устойчивого долгосрочного экономического роста и финансовой стабильности. МВФ вполне может сыграть очень важную роль, в частности, посредством следующих действий.

- **Оказание поддержки правительствам** в проведении анализа и разработке мер политики, направленных на устранение факторов неэффективности рыночного механизма, которые могут препятствовать переходу к низкоуглеродоемкой экономике.

- **Оказание поддержки мер политики**, направленных на обеспечение синергии между низкоуглеродоемкими инвестициями и корректировкой глобального дисбаланса между сбережениями и инвестициями.

- **Мониторинг и управление рисками**, связанными с вышеуказанными противоречиями, с тем чтобы обеспечить принятие и реализацию в течение следующего десятилетия целей политики, направленных на решение трех задач: управление государственными финансами в условиях после финансового кризиса, корректировка глобальных дисбалансов и переход к низкоуглеродоемкой экономике.

- **Оказание помощи в мобилизации альтернативных источников финансирования** для мероприятий, связанных с изменением климата, с тем чтобы поддержать страны в реализации стратегий низкоуглеродоемкого развития без ущерба для их возможностей в области управления государственными финансами.

- **Ведение работы с другими международными финансовыми учреждениями** и Организацией Объединенных Наций в обеспечении международного сотрудничества посредством общего понимания синергии и противоречий и оказания поддержки международным и инновационным методам налогообложения, финансирования и распределения рисков.

В этой связи мы приветствуем предложение МВФ о «Зеленом фонде». Он позволит поддержать адаптацию к изменению климата и переход к низкоуглеродоемким технологиям с помощью инновационных финансовых инструментов, которые представляются более привлекательными для правительств, стоящих перед необходимостью сокращения дефицита. Он также послужит заверением для развивающихся стран в том, что новые источники финансирования будут созданы в дополнение к общей помощи на цели развития.

Изменение климата — это проблема неэффективности рыночного механизма в глобальных масштабах. Задача состоит в том, чтобы обеспечить важный, но сложный переход к новому периоду процветания и стабильности в мировой экономике. Неудача нанесет сокрушительный удар по борьбе с бедностью во всем мире. Это — задача для международной публичной политики и публичных финансов на нынешнее столетие. ■

*Алекс Боуэн является главным научным сотрудником, а Маттиа Романи — старшим приглашенным научным сотрудником Грантамского исследовательского института Лондонской школы экономики; Николас Стерн — профессор экономики и управления кафедрой им. И.Дж. Патела Лондонской школы экономики, а также председатель Грантамского исследовательского института.*

### Литература

Cottarelli, Carlo, and José Viñals, “A Strategy for Renormalizing Fiscal and Monetary Policies in Advanced Economies,” IMF Staff Position Note 09/22 (Washington: International Monetary Fund).



# Непрозрачные сделки

Рандалл Додд

**Не все  
финансовые  
инновации  
приводят  
к повышению  
эффективности.  
Здесь  
рассматриваются  
три инновации  
с сомнительными  
результатами**

**Т**РИ инновации в сфере электронных торгов акциями и опционами в последнее время упоминаются в заголовках прессы: высокочастотные торги, моментальные торги и черные пулы. Обычно предполагается, что такие технические усовершенствования повышают эффективность, но эти инновации ставят под сомнение эти предположения и могут вызывать у общественности некоторые опасения в силу их воздействия на стабильность.

Изучение рыночных микроструктур иллюстрирует процессы, с помощью которых устанавливаются цены. Рынки часто выглядят как магические черные ящики. Спрос и предложение поступают в ящик, и невидимая рука вытаскивает цену, что весьма похоже с тем, как фокусник вытаскивает кролика из шляпы. Но в этих ящиках происходят важные процессы. В случае электронных торгов ценными бумагами и производными инструментами микроструктура внутри ящика включает механизмы для передачи приказов о купле-продаже (то есть, котировок покупателей и продавцов) участникам рынка, рассмотрения котировок этими участниками и проведения сделок путем подбора заявок на куплю и продажу. Если это делается оперативным и прозрачным образом, позволяющим всем участникам рынка видеть те же самые цены и торговать по ним, то действительность приближается к идеалу гипотезы об эффективном рынке. Когда рынки становятся сегментированными и информационные преимущества включаются в рыночные механизмы, от этого страдает эффективность и нарушается справедливость.

В этой статье анализируются эти проблемы финансовой политики, с тем чтобы объяснить их воздействие на эффективность ценообразования и рассмотреть возможные методы повышения эффективности благодаря регулированию, направленному на преодоление негативных последствий.

Истоки высокочастотных торгов, моментальных торгов и черных пулов восходят к двум важнейшим инновациям на рынке — электронным торгам и тесно связан-

ным с ним *альтернативным системам торгов* (АСТ). Электронные торги быстро стали доминировать в обычных торгах, как на биржах, так и на внебиржевых рынках. Компьютерные системы автоматически подбывают приказы о купле-продаже, которые сами были представлены через компьютеры. Торги в зале на биржах фондовых и производных инструментов были ликвидированы на всех рынках, кроме самых видных и крупных, таких как Нью-Йоркская фондовая биржа, и даже на этих рынках торги в зале проводятся параллельно с электронными торгами. АСТ представляют собой автоматизированные системы подбора приказов, которые предлагают возможности торгов с низкими издержками, аналогичные бирже, но на которые распространяются меньшие требования по раскрытию информации и другие торговые правила.

## Высокочастотные торги

Высокочастотные торги (ВТ), часто именуемые торгами в черном ящике, предусматривают высокоскоростные компьютеры, использующие алгоритмы (или инструкции) для анализа данных, выявления инвестиционных возможностей и управления потоками приказов, поступающими на рынок. Фирма ВТ может направить на биржу тысячу приказов в минуту и также быстро их аннулировать или направить другие приказы. По оценкам, 90 процентов приказов, представленных высокочастотными трейдерами, аннулируется. Например, если курс покупки акции равен 9,90 долл., а курс продажи — 10 долл., то фирма ВТ может устремиться за небольшой, но малорискованной прибылью, повысив курс покупки до 9,91 долл. и снизив курс предложения до 9,99 долл. (спред в 8 центов), если алгоритм сочтет, что эти изменения с достаточно высокой вероятностью немедленно приведут к сделкам. Если эти улучшенные котировки действительно немедленно приведут к сделкам, то фирма ВТ выиграет спред в 8 центов на каждой такой операции. Риск заключается в том, что только одна часть сделки будет осуществлена немедленно, при этом



задержка с выполнением другой части после изменения рыночных цен приведет к убытку. Если фирма ВТ покупает по 9,91 долл., но не находит желающих купить по 9,99 долл., и цена на рынке падает ниже 9,91 долл., фирма несет краткосрочный убыток.

ВТ составляют большие суммы. По оценкам TABB Group, фирмы по исследованию финансовых рынков, прибыль от ВТ в 2008 году, который был сложным годом для финансовых рынков, составила 21 млрд долларов. Крупнейшие брокеры-дилеры, такие как Goldman Sachs, ведущие хеджевые фонды, такие как Citadel, и независимые фирмы, такие как GETGO, инвестируют большие суммы в суперкомпьютеры и программы, предназначенные для этих операций. Значительные затраты объясняют громкие процессы, начавшиеся прошлым летом после того, как Goldman Sachs обвинила бывшего сотрудника в краже компьютерного кода для своего торгового алгоритма. Конкуренция за выгодные операции ВТ настолько остра, что фирмы платят за размещение своих компьютеров как можно ближе к этим биржам и АСТ для сведения к минимуму задержек в связи. Некоторые платят за размещение в тех же местах, что и системы подбора приказов. Задержка с направлением приказа на микросекунду может означать разницу между местом в начале очереди и реализацией сделки и местом в хвосте очереди с невыполненным приказом. Прибыль от каждой операции может быть маленькой, по оценкам Rosenblatt Securities средний доход от ВТ акциями составляет от 0,001 до 0,002 долл. за акцию, но объем огромен, и АСТ выплачивают фирмам ВТ скидки за большой объем. Фирмы ВТ в 2008 году получили таких скидок на 3,7 млрд долларов. Сегодня на ВТ приходится, по оценкам, 73 процента объема на фондовых рынках США и примерно 20 процентов на биржах опционов.

Имеются определенные опасения среди общественности в отношении ВТ. Некоторые критики утверждают, что исключительно быстрые темпы торгов приводят к более крупным и внезапным изменениям рыночных цен в ответ на существенные события и новости. Эти опасения схожи с теми, которые высказывались после краха фондового рынка 1987 года, когда внимание сконцентрировалось на программных торгах, которые автоматически создавали приказы на продажу на торгах фьючерсами на фондовые индексы на Чикагской товарной бирже, когда падали курсы соответствующих акций на Нью-Йоркской бирже.

Другое опасение заключается в том, что ВТ делает условия менее конкурентными, ставя дилеров (известных как «маркет-мейкеры» или специалисты) в неблагоприятное положение по сравнению с другими участниками рынка (известными как клиенты). Приказы клиентов имеют приоритет по

сравнению с приказами дилеров. Этот приоритет основан на положении о том, что рынки существуют в основном для клиентов; роль дилеров состоит в участии только в тех ситуациях, когда необходимо предоставить ликвидность для торгов или поддержать двухсторонний рынок котировок покупателей и продавцов. Проблема заключается в том, что иногда ВТ функционируют как «маркет-мейкеры», обеспечивая ликвидность и узкий спред между курсами покупателей и продавцов, но высокочастотные трейдеры могут покидать рынок, когда он слишком волатилен или его объемы слишком малы. Таким образом, они могут забирать часть операций у дилеров в обычное время, когда риски являются обычными, и оставлять дилеров с их обязательством поддерживать рынок, когда это связано с большим риском и меньшей рентабельностью, особенно во время дезорганизации рынка.

### Моментальные торги

Стандартная фондовая сделка заключается в приказе купить (или продать) по действующей (рыночной) цене или по некоей заранее установленной (лимитированной) цене. Приказ направляется на биржу (или АСТ), где для него автоматически подбирается постоянный приказ или новый приказ на продажу. Приказ на продажу, который подбирается для первоначального приказа, может поступать от другой биржи или АСТ, которая является частью национальной рыночной системы. В любом случае все приказы, и любые сделки в результате этих приказов, являются публичными и могут наблюдаться в равной мере всеми участниками рынка.

Иная ситуация возникает при моментальных торгах, когда поступающий приказ на одной из АСТ или бирже открывается (моментально показывается) на долю секунды до отправки в национальную рыночную систему. Если трейдер на месте получения моментального сообщения может предложить ту же цену покупателя или продавца в системе, то этот трейдер может взять этот приказ, прежде чем остальные участники рынка могут его увидеть. В результате происходят моментальные торги. Нью-Йоркская биржа раньше разрешала своим уполномоченным дилерам, именуемым специалистами, пользоваться ранней информацией о поступающих приказах, но биржа прекратила эту практику в пользу предоставления всем участникам рынка равного доступа ко всем котировкам.

Моментальные торги являются важной частью бизнес-модели некоторых бирж. Нью-Йоркская биржа запретила практику, поскольку она несовместима с ее правилом о равных условиях. Однако некоторые АТС конкурируют с биржами, пытаясь привлечь объем торгов, и используют моментальные торги для отвлечения операций от бирж.



С моментальными торгами связано несколько опасений для общественности. Они позволяют привилегированному сегменту рынка заключать сделки раньше других участников рынка или вести торги, получая раньше рынка в целом информацию о потоках приказов. Это нарушает принцип рыночной справедливости, который воплощен, например, в нормативных актах США, и подрывает создаваемую им эффективность. Это также удерживает «маркет-мейкеров» от указания котировок, которые подвергают их риску, не гарантируя им приоритет в заключении сделок. Хотя доля секунды может показаться незначительной, это — длительный период времени с учетом того, что принятие решений и направление приказов на электронных биржах и в системах торгов занимает микросекунды.

### Черные пулы

Черные пулы представляют собой системы электронных торгов, которые используются брокерами-дилерами, институциональными инвесторами и хеджевыми фондами для заключения крупных сделок с ценными бумагами за пределами правил торговли официальных бирж, в том числе правил, требующих раскрытия котировок продавцов/покупателей всем участникам рынка. Вместо этого, участники, используя черные пулы, могут сообщать ограниченной аудитории о «заинтересованности» в купле-продаже конкретного количества ценных бумаг по фиксированной цене или цене, которая будет установлена. Например, участник черного пула может сообщить о заинтересованности в покупке 40 000 акций IBM в 14 часов или по цене окончания торгов в тот день. Таким образом, участник черного пула может организовать крупную покупку с меньшим риском вызвать тем самым повышение цен.

Существуют другие пути проведения крупных покупок или продаж. Одна заключается в том, чтобы разбить операцию на много небольших и провести их на открытом рынке, так чтобы не раскрыть полного масштаба инвестиционного решения. Этот метод связан с риском относительно того, что крупная покупка или продажа приведет к изменению цены. Другой вариант заключается в проведении «блоковой сделки», которая заключается на двустороннем уровне вне биржи, но немедленно сообщается бирже для предотвращения снижения степени прозрачности. Стандартный процесс для заключения «блоковой сделки» является более трудоемким и менее ликвидным.

Черные пулы, которые принадлежат биржам, брокерам-дилерам или действуют независимо, применяют более эффективную платформу электронных торгов для заключения крупных сделок и не требуют от фирмы указывать свое имя или цены, по которым она согласна вести торги. Операции через черные пулы регистрируются как внебиржевые, и объем, цена и время заключения сделки публично не разглашаются.

Торги через черные пулы позволяют фирмам проводить крупные сделки без риска того, что крупный приказ приведет к отклонению рыночной цены от предпочтительной. На открытых торгах фирмы сообщают о своих приказах, то есть они раскрывают их общественности, когда о них становится известно на биржах. Когда становится известно о крупных заявках, участники рынка могут отреагировать, повысив свои котировки продавцов или снизив котировки покупателей. ВТ ускорили темпы, которыми рыночная цена реагирует на новые приказы.

Существует несколько опасений для общественности, связанных с черными пулами. Одно из них заключается в том, что объем торгов, а также раскрытие котировок продавцов и покупателей скрыты от процесса выявления цены, который происходит на биржах и в связанных с ними АСТ. Эта деятельность также приводит к фрагментации рынка и позво-

ляет участникам черных пулов наблюдать «намерения», которые не указываются в качестве котировок на публичных рынках. Это создает дифференцированный доступ к соответствующей рыночной информации и лишает систему публичного рынка полной глубины готовности его участников покупать или продавать. Кроме того, торги в черных пулах позволяют обойти надзорные органы, которые контролируют торговлю.

### Смещение равновесия

Технические инновации, особенно в области электронных торгов (то есть обработки данных), могут предлагать мощные средства для повышения производительности. Однако изменения, вызванные такими инновациями, могут также привести к устареванию прежних институциональных правил и рыночных механизмов. Новые способы ведения операций могут радикально изменить соотношение рыночных сил и исказить условия конкуренции. ВТ также представляет собой соревнование человека и машины. Хотя сами по себе они не создают асимметрии или неравных условий и по-

## Технические инновации, особенно в области электронных торгов (то есть обработки данных), могут предлагать мощные средства для повышения производительности.

вышают ликвидность рынка, ВТ, по-видимому, превращают темпы принятия решений человеком в недостаток. ВТ могут уменьшить выгоды стоп-приказов для обычных инвесторов, которые применяют их для управления своими рисками. ВТ могут превратить ошибку, например ошибочный крупный приказ на продажу, в разрушительное для системы событие путем практически моментального провоцирования автоматических ответных мер на первоначальную ошибку. Взаимодействие конкурирующих программ ВТ может иметь непредвиденные последствия.

Моментальные торги создают привилегированный доступ к некоторой информации для сегмента рынка и препятствуют активной деятельности дилеров по указанию котировок. Моментальные торги создают лишь частные выгоды для АСТ, которые стремятся переключить оборот торговли с других систем на себя. Торги в черных пулах вытекают из целенаправленных усилий избежать раскрытия котировок продавцов и покупателей на публичном рынке.

Органы регулирования, некоторые из которых приветствовали эти инновации несколько лет назад, теперь подвергают их внимательному изучению. Комиссия США по ценным бумагам и биржам предлагает правила, запрещающие моментальные торги и подвергающие торги в черных пулах более строгим требованиям о раскрытии информации. Комиссия США по торговле товарными фьючерсами сообщила, что она продолжает изучение этих изменений в торговле и рассматривает вопрос о надлежащих мерах регулирования для обеспечения всем инвесторам справедливого доступа к рынкам и защите от угрозы стабильности. ■

*Рандалл Додд — старший эксперт по финансовому сектору Департамента денежно-кредитных систем и рынков капитала МВФ.*



# Дифференцированное воздействие

Пелин Беркмен, Гастон Джелос, Роберт Реннхак и Джеймс П. Уолш

**О**Т мирового финансового кризиса, начавшегося в странах с развитой экономикой, пострадал экономический рост в остальном мире в 2008–2009 году. При этом некоторые страны справились с кризисом лучше других. Объясняются ли их более высокие показатели различиями в степени открытости для торговли или финансовой открытости, в базовой уязвимости по отношению к внешним силам или силе их экономической политики, которая помогла им оградить себя от глобальных шоков?

Для изучения причин, по которым некоторые страны справились с кризисом лучше других, мы сосредоточились на пересмотре прогнозов роста валового внутреннего продукта (ВВП) до и после кризиса для выборки 40 стран с формирующимся рынком и более крупной выборки из 126 развивающихся стран (в том числе стран с формирующимся рынком). Затем мы оценили важность целого ряда факторов, которыми, возможно, объясняются различия в масштабе пересмотров прогнозов. Использование изменений в прогнозах позволяет нам обойти многие трудные вопросы — например, учесть различия в темпах роста, вытекающие из различий в уровне развития или этапов экономичес-

кого цикла, или другие факторы, не связанные с воздействием кризиса. Кроме того, это позволяет нам включить ожидаемое краткосрочное воздействие мер политики. Мы использовали прогнозы частных аналитиков из *Consensus Forecasts* (Consensus Economics) для расчетов изменения в прогнозах роста на 2009 год в период между январем–июнем 2009 и январем–июнем 2008 года. Мы также использовали изменения в прогнозах роста издания Международного Валютного Фонда «Перспективы развития мировой экономики» (ПРМЭ).

Пересмотры прогнозов роста на 2009 год варьируются от (–18) процентов до (–1,5) процента, с наибольшим снижением темпов роста в странах Восточной Европы и Центральной Азии; последствия в Латинской Америке были намного менее значительными (см. рис. 1). Наш анализ показывает, что страны, внутренние финансовые системы которых отличались большей долей заемных средств и быстрым ростом кредитования частного сектора, обычно страдали от более значительного пересмотра их перспектив роста на понижение. Гибкость обменного курса явно помогла смягчить воздействие шока, поскольку странам с режимом с привязкой обменного курса пришлось значительно труднее.

**Почему некоторые страны пострадали сильнее других во время глобального кризиса**

## Каким образом, вероятно, распространялся кризис

Кризис мог распространиться из стран с развитой экономикой на остальной мир несколькими путями, в том числе непосредственно через *торговые связи* и *финансовые связи*. Кроме того, в странах с *уязвимыми местами* — такими как большие дефициты счета текущих операций, высокая задолженность, низкий уровень резервов или сильный рост кредита — более вероятным было сильное воздействие глобального экономического спада. И наоборот, страны, проводившие эффективную *экономическую политику*, характеризующуюся гибким валютным курсом, прочной бюджетной позицией или внушающей доверие институциональной основой, должны были лучше выдержать кризис.

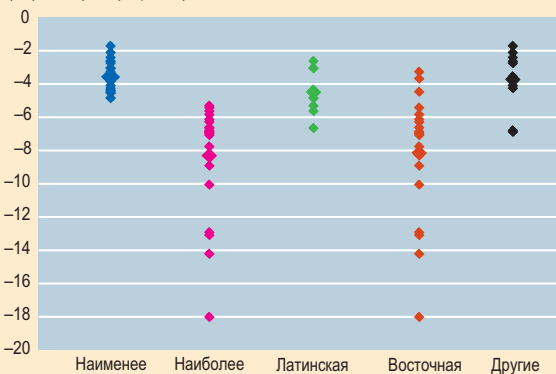
Для 40 стран с формирующимся рынком *финансовые факторы*, по всей видимости, были решающими в определении

Рисунок 1

### Пересмотр в сторону понижения

Мировой экономический спад вынудил составителей прогнозов изменить прогнозы роста для большинства стран. Показатели Латинской Америки значительно лучше Восточной Европы и Центральной Азии.

(Пересмотр, в процентах)



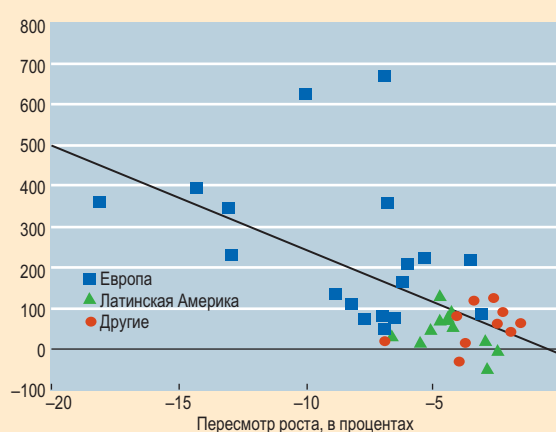
Источник: расчеты авторов на основе Consensus Economics.

Рисунок 2

### Резкое увеличение кредита

Страны с быстрым ростом кредита в среднем столкнулись с более значительным пересмотром прогнозов их объема производства, чем страны с меньшим ростом кредита.

(Кумулятивный рост кредита, 2005–2007 годы, в процентах)



Источники: расчеты авторов на основе Consensus Economics и «Международная финансовая статистика» МВФ.

масштаба пересмотров показателей роста. В частности, страны, пережившие сильные кредитные бумы, оказались более уязвимыми во время спада: леверидж, измеряемый отношением кредита к депозитам, и кумулятивный рост кредита оказались важными независимыми переменными в самых разных условиях. Результаты указывают, что если бы в странах, относящихся к квартилю с самым высоким уровнем левериджа в выборке (в среднем составляющим почти 185 процентов ВВП), наблюдались бы такие же коэффициенты левериджа, как в странах, относящихся к квартилю с самым низким уровнем левериджа (83 процента), прогнозы темпов их роста пересматривались бы в меньшей степени — в среднем, на 4,1 процентного пункта. Влияние на рост кредита лишь немногим слабее: если бы в четверти стран с самым быстрым кумулятивным ростом кредита (составлявшим в среднем почти 350 процентов) кредит рос такими же темпами, как в странах, относящихся к квартилю с самым медленным ростом кредита (составлявшим в среднем всего лишь 14 процентов), прогнозы темпов их роста пересматривались бы в меньшей степени на 3,3 процентного пункта (см. рис. 2).

В странах с *более гибкими обменными курсами* прогнозы темпов роста пересматривались в меньшей степени. В большинстве случаев прогнозы роста пересматривались на понижение для стран с привязкой валютного курса в большей степени (в среднем, более чем на 2 процентных пункта) по сравнению со странами с более гибким валютным курсом.

*Запас международных валютных резервов* — измеряемый разными способами, такими как доля в ВВП, отношение к экспорту или краткосрочному долгу, — не оказывал статистически значимого влияния на пересмотр прогнозов роста. Такой результат аналогичен выводам Бланшара (2009). Это может отражать возможность резкого снижения стоимости международных резервов, когда они превышают уровень, который считается достаточным для того, чтобы предохранить от рисков. В действительности у нескольких стран с наиболее значительным пересмотром прогнозов роста, особенно в Центральной и Восточной Европе, уровни международных резервов были близки к некоторым, менее затронутым кризисом, странам в Европе и Латинской Америке.

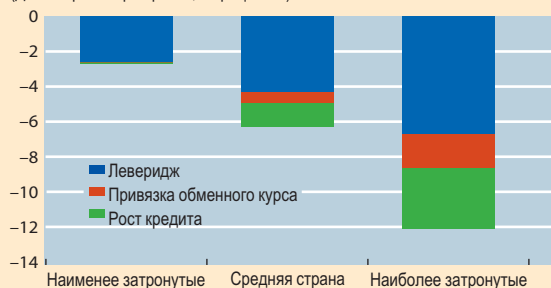
В сфере *налогово-бюджетной политики* данные менее убедительны, и имеются отдельные подтверждения того, что первичный фискальный разрыв (разница между фактическим первичным сальдо и сальдо, соответствующим удержанию отношения государственного долга к ВВП на постоянном уровне) непосредственно связан с более высокими показателями. Это соответствует представлению о том, что страны, проводившие

Рисунок 3

### Дело в заимствовании

Левериджем объясняются фактически все пересмотры роста в наименее затронутых странах, две трети — в средней стране и приблизительно половина — в наиболее пострадавших странах.

(Доля пересмотров роста, в процентах)



Источник: расчеты авторов.



осмотрительную налогово-бюджетную политику до мирового кризиса, в меньшей степени подвергались кризисам доверия и имели больше возможностей для принятия мер по стимулированию во время спада.

### Торговые связи

Мы также использовали набор данных прогнозов издания «Перспективы развития мировой экономики» (имеющих более широкий охват, чем *Consensus Forecasts*) для изучения пересмотра прогнозов роста 126 развивающихся экономик (включая страны с формирующимся рынком), с тем чтобы выяснить, имели ли значение другие каналы, такие как торговые связи, для более широкого набора стран.

## Финансирование торговли, объем которого резко снизился в конце 2008 года, было финансовым каналом, повлиявшим почти на все страны, включая развитые, с формирующимся рынком и развивающиеся страны.

Интересно, что торговый канал представляется в этой выборке важным, правда не для стран с формирующимся рынком. Несмотря на то, что степень открытости торговли не представляется решающей, структура торговли имеет существенное значение. В частности, доля биржевых товаров (как продовольственных, так и в целом) в совокупном экспорте связана с уменьшением масштабов пересмотра прогнозов роста на понижение. Доля продукции обрабатывающей промышленности в совокупном экспорте связана с ухудшением показателей роста для всех развивающихся стран, что уже отмечалось в издании МВФ «Перспективы развития региональной экономики Азии/Тихоокеанского региона» (2009). Это соответствует представлению о том, что по странам-экспортерам товаров обрабатывающей промышленности в страны с развитой экономикой, по всей видимости, сильно ударило снижение спроса на этих рынках, тогда как страны-экспортеры продовольствия пострадали в меньшей степени.

В более общем плане результаты соответствуют представлению о том, что шоки обычно передаются странам с более слабыми финансовыми связями с миром (таким как страны с низким уровнем дохода) главным образом через торговлю, тогда как финансовый канал более важен для стран, имеющих тесные финансовые связи со странами с развитой экономикой, в которых начался кризис. Очевидно, что финансирование торговли, объем которого резко снизился в конце 2008 года, было финансовым каналом, повлиявшим почти на все страны, включая развитые, с формирующимся рынком и развивающиеся страны.

### Уроки экономической политики

Для стран с формирующимся рынком основным методом передачи шока представляются финансовые каналы, особенно посредством быстрого роста кредита и высокого левериджа, при усугублении ущерба привязкой обменных курсов. Левериджем объясняются фактически все пересмотры прогнозов роста для наименее затронутых кризисом стран в выборке, приблизительно две трети пересмотров для средне затронутой страны и немногим более половины пересмотров для наиболее затронутых кризисом стран (см. рис. 3). Ростом кредита объясняется

значительная доля пересмотров прогнозов роста для средней страны, а также наиболее пострадавших от кризиса стран. Ни в одной из наименее затронутых стран в выборке действовала привязка курса; ограниченной гибкостью обменного курса объясняется значительная часть пересмотров прогнозов роста наиболее затронутых кризисом стран. По некоторым данным, торговые связи также сыграли определенную роль в передаче кризиса, особенно среди развивающихся стран, не относящихся к странам с формирующимся рынком.

Эта попытка объяснить на раннем этапе, почему некоторые развивающиеся страны и страны с формирующимся рынком справились с кризисом лучше других, подсказывает несколько предварительных уроков экономической политики.

- Гибкость обменного курса имеет решающее значение для смягчения воздействия сильных шоков.

- Пруденциальное регулирование и надзор должны стремиться к предотвращению кумулятивной уязвимости, особенно связанной с кредитными бумагами, такой как чрезмерный леверидж банков.

- В некоторой, менее значительной, степени подтверждается представление о том, что прочная бюджетная позиция в хорошие времена создает определенные буферы, позволяющие странам проводить антициклическую бюджетную политику во время шоков, подобных тому, который был вызван мировым кризисом.

Эти результаты носят предварительный характер. Для более глубокого понимания воздействия ответных мер политики и других институциональных и структурных факторов на продолжительность рецессий в каждой стране, а также темпов и масштаба восстановления роста при подъеме экономики потребуются дополнительные исследования. ■

*Пелин Беркмен — экономист, а Джеймс П. Уолш — старший экономист в Департаменте стран Азиатско-Тихоокеанского региона МВФ. Гастон Джелос — постоянный представитель МВФ в Аргентине и Уругвае, а Роберт Реннхак — заместитель директора Департамента стран Западного полушария МВФ.*

---

*Настоящая статья основана на рабочем документе МВФ, IMF Working Paper 09/280, "The Global Financial Crisis: Explaining Cross-Country Differences in the Output Impact."*

### Литература

Blanchard, Olivier, 2009, "Global Liquidity Provision," presentation at the Financial and Banking Conference of the Central Bank of Argentina, August 31.

Consensus Economics, *Consensus Forecasts* (various issues).

Международный Валютный Фонд, *Перспективы развития мировой экономики, разные выпуски* (Вашингтон).

—, 2009, *Перспективы развития региональной экономики Азии/Тихоокеанского региона* (Вашингтон, май).

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

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



# Их чаша переливается через край

Кризисы на финансовых рынках США и Соединенного Королевства вызвали вторичные эффекты для остального мира, что объясняет синхронизированность глобального спада

Австралийская пшеница, готовая к отправке на экспорт.

Трунг Буи и Тамим Байоуми

**Н**ЕДАВНИЙ глобальный кризис — по всем показателям являющийся самым глубоким и масштабным с 1930-х годов — перевел общее внимание на вопрос переноса негативных вторичных эффектов между странами. Действительно ли масштабы и характер финансовых проблем привели к синхронизированному глобальному спаду? Иными словами, если бы мы предвосхитили огромные финансовые проблемы в США (и Соединенном Королевстве) до кризиса, предсказали бы мы синхронизированный глобальный спад? Есть веские причины, чтобы ответить на этот вопрос твердым «да».

## Выявление вторичных эффектов

Понимание международных циклов деловой активности всегда было непростой задачей. Нам известно, что спады и подъемы в разных странах являются связанными, особенно с экономическим циклом в США. Но при этом сложно выяснить, определяют ли глобальные потрясения (такие как всплески цен на нефть) динамику делового цикла в США, или потрясения в США (в денежно-кредитной политике и прочие) определяют динамику ситуации на глобальном уровне. Общепринятая точка зрения, что «когда США чихают, мир простужается», указывает на то, что влияние идет от США на остальную мировую экономику, что сложно проверить статистически.

Более того, чтобы распутать глобальную паутину взаимосвязей между деловыми циклами, необходимо провести внимательный анализ относительной значимости ключевых взаимосвязей в области торговли, финансовых рынков и цен на биржевые товары. За последние двадцать лет объем мировой торговли увеличился в три раза, а объем международных финансовых потоков вырос в девять раз. Однако экономистам, как правило, не удавалось должным образом разделить эти различные (и, возможно, взаимосвязанные) каналы взаимовлияний. Недавний кризис, без сомнений, начался в финансовом секторе США. Являются ли финансовые взаимосвязи настолько значимыми, что они играют доминирующую роль относительно традиционных торговых каналов взаимовлияния в основных регионах промышленно развитых стран?

В недавней статье Bayoumi and Bui (2010) приводятся результаты основанного на работе Bayoumi and Swiston (2009) расширенного исследования взаимовлияний темпов роста реального валового внутреннего продукта (ВВП) между экономическими регионами с развитой экономикой: США, зоной евро, Японией

и Соединенным Королевством. Поскольку задача также заключалась в том, чтобы построить модель глобальных потрясений, в исследование был дополнительно включен агрегатный показатель, составленный из более мелких промышленно развитых стран с самыми различными экономическими структурами и географическим расположением, экономическую динамику в которых можно считать правдоподобно отражающей глобальные потрясения. В работе использованы данные за период с начала 1970-х годов по конец 2007 года для выявления размеров вторичных эффектов между этими крупными регионами и каналами, определяющих их распространение. К сожалению, такой выбор начальной даты не позволяет использовать данные по многим странам с формирующимся рынком, в том числе по Китаю. Кроме того, зона евро как таковая была сформирована только в конце 1990-х годов, хотя центральная группа стран континентальной Европы продолжала свой длительный процесс экономической интеграции в течение всего периода выборки.

Для определения направления причинно-следственных связей в работе используется новая методика, согласно которой проводится оценка того, как изменения в глубине межстрановых потрясений с течением времени корреспондируют с увеличением или уменьшением количества связей между странами (Rigobon, 2003). В грубой форме это означает, что, например, если потрясения в США оказываются более крупными, чем в Японии, в то же время, когда темпы роста в США становятся более тесно связанными с темпами роста в Японии, предполагается, что большая часть вторичных эффектов распространяется от США в сторону Японии. Логика здесь заключается в том, что более значительные потрясения в США ведут к более высоким наблюдаемым корреляциям. Используя некоторый диапазон правдоподобных изменений в поведении стран можно оценить степень неопределенности, связанной с выявленным направлением причинно-следственных связей. В отличие от этой методики, при традиционном подходе к данному вопросу требуется принятие предпосылок относительно направления причинно-следственных связей, а не их оценка на основе имеющихся данных. Полученные в работе результаты указывают на то, что общие предпосылки относительно направления причинно-следственных связей, принимаемые в традиционном подходе, отвергаются данными. Кроме того, при используемом подходе есть возможность разложения источников межстрановых вторичных эффектов на различные каналы за счет использования переменных, представляющих

возможные каналы для заданного цикла (вклад экспорта в рост в США, зоне евро и Японии для измерения торговых связей; изменения в фондовых ценах, доходности облигаций и краткосрочных процентных ставках в тех же самых регионах для измерения финансовых связей; цены на нефть и на биржевые товары, не связанные с нефтью, — для связей по биржевым товарам).

### Международные вторичные эффекты. Направление и величина

В работе рассчитана величина вторичных эффектов, сказывающихся на других регионах и возникающих вследствие потрясения в размере 1 процента реального ВВП в США, зоне евро, Японии, Соединенном Королевстве и остальном мире (см. рис. 1). Первый график на рисунке, где отражается влияние 1-процентного потрясения реального ВВП США на другие регионы, свидетельствует о том, что потрясения в США вызывают значительные краткосрочные вторичные эффекты, которые с течением времени постепенно накапливаются. После двух лет такое потрясение повышает реальный ВВП в других регионах на 0,4–1 процентный пункт, что представляет собой значимый вторичный эффект, учитывая, что США торгуют меньше на международном уровне, чем другие страны. Вторичные эффекты, как правило, являются статистически значимыми, даже если принимать во внимание неопределенность, связанную с направлением причинно-следственных связей между регионами.

И наоборот, вторичные эффекты, создаваемые зоной евро, как правило, сначала имеют приблизительно такую же величину, как и у США, но уменьшаются и становятся незначимыми (группа остального мира представляет собой исключение, к которому мы вернемся). Вторичные эффекты, создаваемые Японией для других регионов, в общем случае являются слабыми и незначимыми, что в целом согласуется с минимальным влиянием на мировой рост «потерянного десятилетия» Японии 1990-х годов. Остальные два региона показывают значительные и растущие со временем вторичные эффекты, но имеющие противоположные знаки. Положительное потрясение реального ВВП Соединенного Королевства ведет с течением времени к повышению объема производства в других регионах (кроме региона «остальной мир»). Интересно, что влияние на (значительно большую) экономику зоны евро с течением времени устойчиво увеличивается. Соответственно, хотя краткосрочные вторичные воздействия, как правило, направлены от зоны евро в сторону Соединенного Королевства, в долгосрочном плане верно обратное. И наконец, более высокий объем производства в остальном мире, как правило, ведет к более низкой активности в других основных регионах.

Есть ли какое-либо интуитивное объяснение этих результатов? Мы считаем, что да. Отметим, что два региона, где расположены крупнейшие финансовые центры, создают положительные вторичные эффекты, которые постепенно увеличиваются с течением времени. Они крупнее в случае США, которые играют более заметную роль на глобальных финансовых рынках и имеют больший размер экономики, чем Соединенное Королевство (в самом деле, учитывая высокую степень интернационализации финансовой системы Соединенного Королевства, значительная часть потрясений в этой стране вполне может отражать ситуацию на глобальных финансовых рынках). В отличие от этого, вторичные эффекты зоны евро, связи которой с другими регионами основаны в значительной мере на торговле, уменьшаются с течением времени; Япония, менее открытая для торговли, чем зона евро, и имеющая ограниченное присутствие в качестве финансового центра, создает небольшие вторичные эффекты.

Вторичные эффекты, создаваемые остальным миром (который здесь включает несколько производителей биржевых товаров, в частности, Австралию, Канаду и Новую Зеландию), как представляется, в основном отражают потрясения цен на биржевые товары. Это объясняет, почему положительные потрясения реального ВВП в группе «остальной мир» создают негативные вторичные эффекты для других регионов. Этим также объ-

ясняется, почему положительные вторичные эффекты, создаваемые другими регионами для остального мира, приблизительно соответствуют размерам этих регионов относительно мировой экономики и потому их значимости в спросе на биржевые товары: вторичные эффекты являются наиболее крупными в случае США и зоны евро и при этом пренебрежимо малы в случае Соединенного Королевства. В целом, представляется, что финансовые потрясения в США и Соединенном Королевстве вместе с сюрпризами на рынке биржевых товаров определяют динамику глобального делового цикла, в то время как зона евро и Япония играют здесь относительно второстепенную роль.

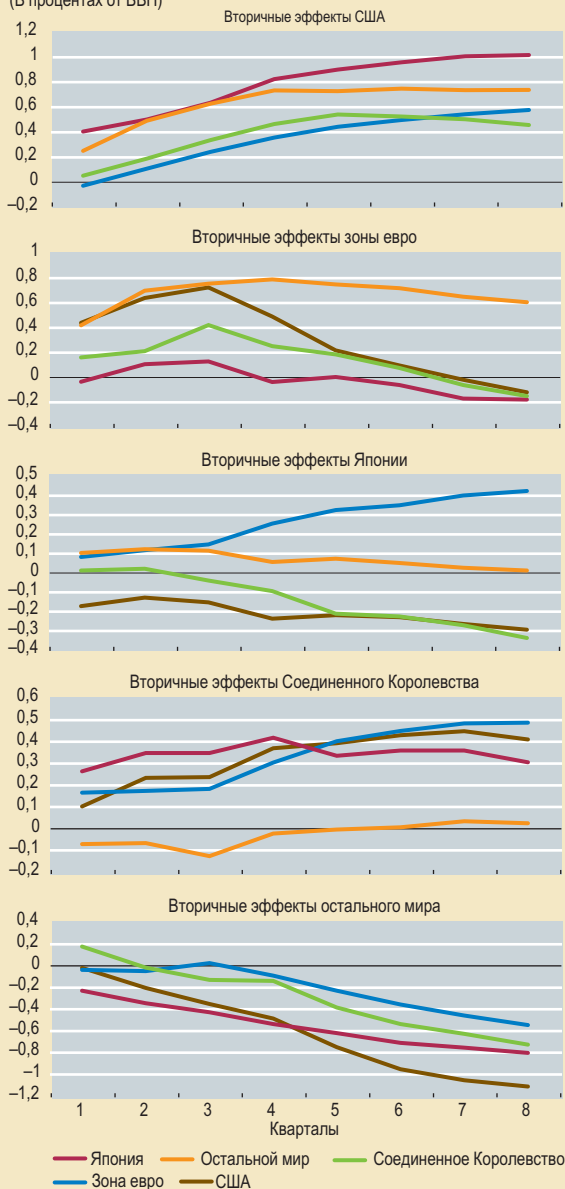
Мы исследуем вопрос о том, насколько правдоподобной является данная интерпретация международного делового цикла,

Рисунок 1

### Движущие силы делового цикла

Вторичные эффекты, создаваемые США и Соединенным Королевством, постепенно усиливаются с течением времени.

(В процентах от ВВП)



Источник: Bayoumi and Bui (2010).

Примечание. Последствия потрясения в размере 1 процента реального ВВП для всех остальных регионов в течение двух лет после шока.



двумя способами. Во-первых, мы рассматриваем, насколько она объясняет «Великую умеренность» — повсеместное падение макроэкономической изменчивости в широком круге стран с развитой экономикой, — возникшую в 1980-х годах. Анализируя результаты по первой и второй половинам нашей выборки, мы обнаружили, что уменьшение величины потрясений в США и Соединенном Королевстве было намного более значительным, чем в других регионах (а в Японии с течением времени потрясения даже увеличивались в размерах). Эти результаты указывают на то, что Великая умеренность отражала, прежде всего, уменьшение потрясений в двух странах с крупнейшими финансовыми центрами и что это обстоятельство создало более стабильную среду для остального мира.

### Источники вторичных эффектов

Наша вторая проверка заключается в более непосредственном исследовании источников вторичных эффектов, чтобы выяснить, соответствуют ли они нашим предположениям, что США и Соединенное Королевство характеризуются относительно сильными финансовыми связями, а остальной мир характеризуется относительно сильными связями в области биржевых товаров. Результаты этого анализа показаны на рисунке 2. Размеры каждого из столбцов на диаграмме представляют среднюю величину вторичных эффектов (на протяжении двух лет) для каждого региона: примерно половину одного процента для США, четыре десятых для остального мира, несколько меньше для зоны евро и Соединенного Королевства, и пренебрежимо малую величину для Японии. Зона евро является удобной точкой отсчета, поскольку в ее случае доли вторичных эффектов, приходящиеся на финансовые, торговые и связанные с биржевыми товарами факторы, являются примерно равными. И, наоборот, в случае США и (особенно) Соединенного Королевства факторы финансового рынка являются доминирующими; в случае остального мира ведущую роль играют факторы, связанные с биржевыми товарами. Для выявления этих связей используется совершенно отдельный подход, не связанный с методами, с помощью которых оцениваются размеры вторичных эффектов, что дополнительно подтверждает нашу исходную гипотезу, что вторичные эффекты, создаваемые США и Соединенным Королевством, в основном имеют финансовый характер, а в остальном мире они в основном связаны с рынками биржевых товаров.

### Объяснение текущего кризиса

Полученные в рассматриваемой работе результаты помогают объяснить глобальный характер подъема в течение 2000-х годов

и глубину последовавшего за ним глобального спада. Ряд позитивных потрясений в США и Соединенном Королевстве, а также на глобальных рынках вызывал глобальный финансовый бум, вторичные эффекты которого подтолкнули рост во всех крупнейших странах с развитой экономикой. Однако этот бум посеял и семена собственного краха, в том числе в форме синхронизированного ряда повышений цен на биржевые товары. Когда «финансовый пузырь» на жилищном рынке США начал сду-

## Финансовые потрясения, источником которых являются США и Соединенное Королевство, оказывают огромное воздействие на остальную глобальную экономику.

ваться в конце 2007 года, вскоре после чего начались проблемы на жилищном рынке Соединенного Королевства и на глобальном финансовом рынке, эти потрясения в конечном счете потянули страны с развитой экономикой вниз, несмотря на крупные денежно-кредитные и бюджетные интервенции. Это подтверждает нашу предпосылку о важности финансовых связей и о том, что финансовые потрясения, источником которых являются США и Соединенное Королевство, оказывают огромное воздействие на остальную глобальную экономику.

При этом мы полностью признаем, что нет возможности учесть все феномены, проявившиеся во время кризиса. Чрезвычайно сильная синхронизация спада в значительной мере является следствием финансовой паники, произошедшей после банкротства инвестиционного банка Lehman Brothers в США и последовавшего затем резкого прекращения расходов на широко участвующие в мировом торговом обороте потребительские товары длительного пользования и инвестиционные товары, что, в свою очередь, вызвало краткие, но резкие внешние эффекты внешнеторгового характера (Kose, Otrok, and Prasad, 2010). Однако, что согласуется с полученными нами результатами относительно краткосрочности влияния потрясений в торговле на экономическую активность, страны с формирующимся рынком, которые были связаны с развитыми странами преимущественно через торговые каналы, действительно демонстрируют быстрое восстановление экономики. В то же время экономическое оживление в странах с развитой экономикой, имеющих более развитые финансовые взаимосвязи, оказывается более медленным и болезненным. ■

Трунг Буи — исследователь, а Тамим Байоуми — старший советник в Департаменте стратегии, политики и анализа МВФ.

### Литература:

- Bayoumi, Tamim, and Andrew Swiston, 2009, “Foreign Entanglements: Estimating the Source and Size of Spillovers across Industrial Countries,” *IMF Staff Papers*, Vol. 56, No. 2, pp. 353–83.
- Bayoumi, Tamim, and Trung Bui, 2010, “Deconstructing the International Business Cycle: Why Does a U.S. Sneeze Give the Rest of the World a Cold?” forthcoming *IMF Working Paper* (Washington: International Monetary Fund).
- Kose, M. Ayhan, Christopher Otrok, and Eswar Prasad, 2008, “How Much Decoupling? How Much Converging?” *Finance & Development*, Vol. 45, No. 2, pp. 36–40.
- Rigobon, Roberto, 2003, “Identification through Heteroskedasticity,” *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 85, No. 4, pp. 772–92.

Рисунок 2

### Финансовые связи

Вторичные эффекты, создаваемые США и Соединенным Королевством, в основном имеют финансовый характер; в остальном мире доминирующую роль играют вторичные эффекты, связанные с рынками биржевых товаров.

(В процентах от ВВП)



Источник: Bayoumi and Bui (2010).

Примечание. Вклад в среднюю величину вторичных эффектов на протяжении двух лет для всех остальных регионов вследствие потрясения в каждой стране в размере 1 процента реального ВВП.



# История о двух регионах

Кредитование стран с формирующимся рынком иностранными банками во время глобального кризиса различалось от континента к континенту

Хорхе Иван Каналес-Крильенко, Брахима Кулибали и Херман Кэмил

**К**РЕДИТОВАНИЕ со стороны иностранных банков представляет значительную часть международных потоков капитала в страны с формирующимся рынком и является одной из определяющих характеристик финансовой глобализации. В последние годы перед недавним глобальным кризисом отмечался быстрый рост кредитования стран с формирующимся рынком со стороны иностранных банков — либо непосредственно из головных отделений иностранных банков (международное финансирование), либо через их филиалы, действующие в принимающих странах. Для многих стран, особенно в Латинской Америке, а также для стран Европы с формирующимся рынком, кредитование со стороны иностранных банков стало значимым источником финансирования для населения и корпораций. Хотя такое финансирование имеет свои плюсы и минусы, как правило, считалось, что в целом присутствие иностранных банков повышает уровень конкуренции и способствует общей финансовой стабильности.

Однако в период глобального сокращения кредита иностранные банки были потенциальными каналами распространения кризиса из стран с развитой экономикой в страны с формирующимся рынком. В частности, сокращение кредита на международном уровне вызвало опасения, что, как это происходило в предыдущих кризисах, эти банковские потоки внезапно полностью остановятся, подрывая тем самым макроэкономическую стабильность и усилия по восстановлению экономики.

Однако эта история в Латинской Америке разворачивалась иначе, чем в странах Европы с формирующимся рынком. В Латинской Америке внезапной остановки не произошло. Кредитование со стороны иностранных банков продолжало поступать, хотя и более сдержанными темпами. К концу сентября 2009 го-

да совокупные непогашенные требования иностранных банков по отношению к Латинской Америке несколько увеличились по сравнению с концом сентября 2008 года, когда было объявлено о банкротстве работавшей на Уолл-стрите инвестиционной компании Lehman Brothers, что вызвало лихорадку на мировых финансовых рынках. При этом динамика кредитования стран Европы с формирующимся рынком со стороны иностранных банков была совершенно иной: темпы роста кредита резко упали с началом глобального сокращения кредита в середине 2007 года и к началу 2009 года стали отрицательными (см. рис. 1). Чем могут объясняться различия в динамике кредитования со стороны иностранных банков между этими двумя регионами?

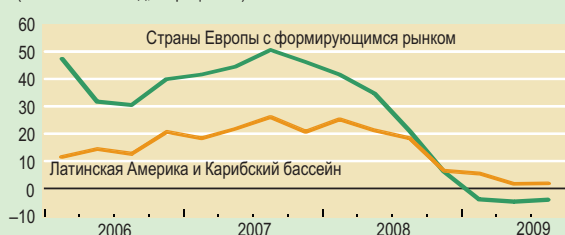
Ключевое различие заключается в роли, которую иностранные банки играли в поддержании быстрого роста внутреннего кредита в докризисный период. В случае большинства стран Европы с формирующимся рынком кредитный бум поддерживался западноевропейскими банками, ведущими операции на глобальном уровне (в основном из Австрии, Бельгии, Италии и Швеции). Эти банки переводили значительные объемы капитала своим дочерним предприятиям, которые, в свою очередь, предоставляли в ссуду эти средства на внутренних рынках рассматриваемых стран (см. рис. 2). В результате агрессивной стратегии экспансии западных банков в большинстве внутренних банковских систем стран Европы с формирующимся рынком доминирующую роль стали играть глобальные банки — в ряде стран приходящаяся на них доля рынка подскочила до более 90 процентов. С другой стороны, в Латинской Америке темпы роста кредитования со стороны иностранных банков были более умеренными, а осуществляемое их дочерними предприятиями кредитование в меньшей степени опиралось на внешнее финансирование со стороны

Рисунок 1

## Динамика кредитования

Во время кризиса кредитование стран Европы с формирующимся рынком со стороны иностранных банков резко сократилось, тогда как кредитование Латинской Америки держалось лучше.

(Изменение за год, в процентах)



Источник: Банк международных расчетов; МВФ, «Международная финансовая статистика»; расчеты авторов.

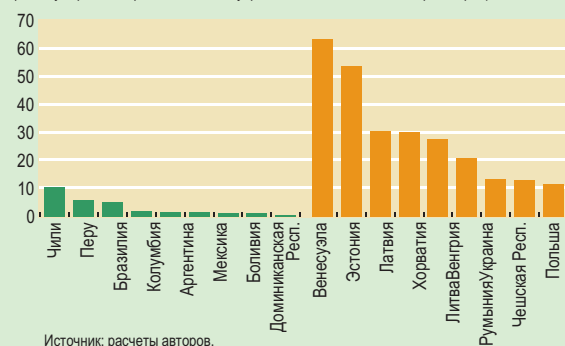
Примечание. Размеры кредитования скорректированы на изменения обменных курсов. Оно включает как международное кредитование, так и кредитование со стороны филиалов иностранных банков.

Рисунок 2

## Передача кредитных ресурсов

В странах Европы с формирующимся рынком иностранные банки преимущественно занимались передачей в кредит полученных на международном рынке средств.

(Международное кредитование внутреннего банковского сектора, в процентах от ВВП)



Источник: расчеты авторов.

головных банков в странах с развитой экономикой (в основном представленных банками из Испании, Соединенного Королевства и США). Одновременно и доля банковского сектора, находящаяся в иностранной собственности, была в целом ниже, хотя в некоторых странах, особенно в Мексике и Сальвадоре, отмечалось значительное присутствие филиалов иностранных банков.

## К моменту, когда разразился финансовый кризис, страны Европы с формирующимся рынком характеризовались более значительной финансовой уязвимостью, чем Латинская Америка.

К моменту, когда разразился финансовый кризис, страны Европы с формирующимся рынком характеризовались более значительной финансовой уязвимостью, чем Латинская Америка. В целом в странах Европы с формирующимся рынком кредит рос более быстрыми темпами, внешний долг был выше, а счета текущих внешних операций характеризовались крупными дефицитами. Когда кредитный бум резко прекратился после банкротства Lehman Brothers, экономическая активность в странах Европы с формирующимся рынком пострадала сильнее, чем в любом другом регионе стран с формирующимся рынком, что привело к глубокому спаду. Уменьшение частного кредита, по всей вероятности, отражало снижение как спроса на кредит, так и его предложения. Таким образом, иная динамика кредитования стран Европы с формирующимся рынком со стороны иностранных банков (более быстрый рост, за которым последовал более глубокий спад) может рассматриваться как один из аспектов в целом более широких колебаний финансовых условий в странах Европы с формирующимся рынком, чем в Латинской Америке.

### Различия в стратегиях иностранных банков

Более быстрое сокращение кредита в странах Европы с формирующимся рынком по сравнению с Латинской Америкой могло также объясняться различными бизнес-моделями и стратегиями роста международных банковских групп в рассматриваемых двух регионах. Особо имеет смысл отметить два различия (см. работу IMF, 2009).

В Латинской Америке местные филиалы финансировались в основном за счет внутренних депозитов (которые оставались относительно стабильными во время кризиса), а не за счет займов или капитальных трансфертов со стороны головных отделений банков. По этой причине кредитование со стороны местных филиалов иностранных банков в Латинской Америке характеризовалось меньшей уязвимостью перед лицом внезапного сокращения краткосрочного внешнего финансирования и в меньшей степени попадало под удар вследствие дефицита ликвидности на международном уровне, а потому продолжало увеличиваться даже в условиях глобальных потрясений. В странах Европы с формирующимся рынком, наоборот, кредитование со стороны иностранных банков в значительной мере опиралось на ресурсы головных отделений этих банков в Западной Европе, которые испытали значительные финансовые потрясения и в течение кризиса страдали от жестких условий на рынке межбанковской ликвидности. Это привело к сокращению финансирования местных филиалов, что, в свою очередь, вызвало уменьшение кредитования на рынках принимающих стран.

Валютный состав кредитования со стороны иностранных банков также различался. В Латинской Америке 60 процентов кредитов от иностранных банков предоставлялось в национальной валюте. В большинстве крупных стран Латинской Америки

внутренняя финансовая долларизация является низкой, а в странах с более высокой степенью долларизации в последнее десятилетие она устойчиво снижалась. В странах Европы с формирующимся рынком 60 процентов кредитов со стороны иностранных банков выражено в иностранной валюте. Учитывая, что местные дочерние предприятия опирались на финансирование в иностранной валюте из-за границы и были вынуждены поддерживать валютный баланс между своими активами и пассивами, иностранные банки предоставляли кредиты в основном в евро, а не в местной валюте. Кредитование в иностранной валюте несет с собой дополнительные риски, связанные с колебаниями обменных курсов. Например, снижение курса национальной валюты может привести к повышению стоимости заимствования или увеличению ожидаемых дефолтов, когда у заемщиков отмечаются несоответствия валют активов и пассивов, что ведет к более заметному сокращению кредита.

Эмпирические данные указывают на то, что эти два фактора, возможно, сыграли свою роль во время недавнего глобального кризиса. В работе Kamil and Rai (2010) подробно исследуется то, насколько важную роль играют источники финансирования и валютная деноминация ссуд для устойчивости кредитования со стороны иностранных банков по отношению к внешним потрясениям в странах Латинской Америки. В этой работе также подчеркивается влияние трех факторов, характеризовавших недавние глобальные финансовые потрясения: дефицит межбанковской ликвидности, растущее давление на показатели достаточности капитала крупнейших банков в странах с развитой экономикой и более жесткие стандарты кредитования в банковских системах стран с развитой экономикой. Сделав поправки на другие элементы, сказывающиеся на финансировании со стороны иностранных банков, авторы обнаружили, что распространение этих глобальных финансовых потрясений было существенно более сдержанным в странах Латинской Америки, где иностранные банки финансировались за счет внутренних депозитов, а не головных отделений своих банков или оптовых рынков, и где значительная часть кредитов предоставлялась в местной валюте.

### Смягчение изменчивости

Недавний опыт кредитования со стороны иностранных банков в Латинской Америке и странах Европы с формирующимся рынком позволяет вынести несколько предварительных уроков в отношении смягчения изменчивости и представляется полезным для обсуждения издержек и выгод, связанных с открытием внутреннего банковского сектора для иностранной конкуренции. Кредитование со стороны иностранных банков, финансируемое за счет внутренних депозитов и выраженное в национальной валюте, с большей вероятностью будет более устойчивым перед лицом внешних финансовых потрясений, и в Латинской Америке оно действительно играло роль буфера, защищавшего от передачи глобальных финансовых потрясений. Этот факт является правдоподобным объяснением того, почему страны Латинской Америки не пострадали столь же сильно, как и другие страны с формирующимся рынком, от глобального сокращения заемных средств и уменьшения кредитования со стороны иностранных банков. ■

*Хорхе Иван Каналес-Крильенко — старший экономист, а Херман Кэмиль — экономист в Департаменте стран Западного полушария МВФ. Брахима Кулибали — старший экономист в отделе международных финансов Совета ФРС США.*

#### Литература:

International Monetary Fund (IMF), 2009, Regional Economic Outlook: Western Hemisphere (Washington, May).

Kamil, Herman, and Kulwant Rai, 2010, "The Effect of the Global Credit Crunch on Foreign Banks' Lending to Emerging Markets: Why Did Latin America Fare Better?" (unpublished; Washington: International Monetary Fund).





# Опасность финансовых пирамид

**Органам регулирования необходимо останавливать схемы Понци до того, как они разрастутся, особенно в развивающихся странах**

Хантер Монроу, Ана Карвахал и Кэтрин Патилло

**П**ОПРОШЕСТВИИ 150 лет после того, как Чарльз Дикенс в романе «Крошка Доррит» рассказал о лондонских инвесторах, ставших жертвами мошеннической аферы банка мистера Мердла, доверчивые вкладчики по-прежнему покупаются на посулы быстро разбогатеть.

Финансовые пирамиды, привлекающие инвесторов высокими выплатами дохода из средств других вкладчиков, преуспевают даже в развитых странах. Современная система регулирования Соединенных Штатов не предотвратила быстрого роста, а затем краха в конце 2008 года пирамиды Бернарда МадOFFа в размере 65 млрд долл. США или последующего краха еще нескольких пирамид в ходе глобального финансового кризиса.

Однако в странах с более слабыми системами регулирования финансовые пирамиды приводят к еще большим последствиям. Это подтверждается событиями в Албании в 1996 году, когда массовые волнения привели к падению правительства и даже к человеческим жертвам, а также более поздними случаями. Например, финансовые пирамиды на Ямайке привели к убыткам, достигшим 12½ процента ВВП, и затронули ряд других стран Карибского бассейна. За крахом финансовых пирамид в Колумбии, приведшим к потере, согласно оценкам, 1 млрд долл. США, последовали массовые волнения и яростные протесты в 13 городах, и правительство было вынуждено объявить чрезвычайное положение. Финансовая пирамида в Лесото привела к потере денег приблизительно 100 000 вкладчиков, многие из которых принадлежали к бедным и весьма уязвимым сословиям. Ущерб, который могут причинить эти пирамиды, требует решительной реакции со стороны органов регулирования, которые должны их ликвидировать на ранних этапах, не давая им разрастаться. Органы регулирования и конкурсные управляющие утверждают, что эти и другие вышеупомянутые схемы представляют собой финансовые пирамиды, хотя во многих случаях судебные разбирательства еще не завершены.

## Что такое схемы Понци?

Финансовые пирамиды, или схемы Понци, (по имени бостонского афериста Чарльза Понци, создавшего мошенническую инвестиционную схему, потерпевшую крах в 1920 году), являются разновидностью инвестиционного мошенничества, при котором инвесторы получают доход из средств последующих инвесторов, а не за счет реальной прибыли от вложения капитала или коммерческой деятельности. Эти схемы обычно привлекают инвесторов предложениями более

высокого дохода по сравнению с тем, который может обеспечить любая законная деловая активность. Финансовые пирамиды, как правило, должны привлекать новых инвесторов постоянно нарастающими темпами, чтобы производить выплаты существующим инвесторам, и они неизбежно терпят крах, когда необходимые новые инвестиции превышают возможности по привлечению дополнительных участников. В этот момент большинство инвесторов теряет свои деньги, хотя первые вкладчики — включая создателей пирамиды — могут реализовать высокую прибыль или получить сверхдоход, если успеют вовремя вывести свои средства.

Рекламируемые «коммерческие возможности» для привлечения инвесторов могут существенно различаться по своему характеру. Например, создатели одной пирамиды на Ямайке (OLINT) утверждали, что они занимаются валютными операциями; компания в Лесото (Похоронное общество «МКМ»), занимавшаяся продажей ритуальных услуг по предоплате, вдруг начала предлагать инвестиционные продукты; а учредители одной пирамиды в Колумбии (Группа DMG) продавали предоплаченные дебетовые карты. Создатели пирамид часто ориентируются на людей, принадлежащих к определенной социальной или общественной группе, имеющих общие интересы, этническое происхождение, религию или профессию, надеясь тем самым использовать существующее между ними доверие. Пирамиды привлекают инвесторов с любым уровнем дохода или благосостояния.

Создателям многих пирамид удается расширить масштаб своих операций посредством показных пожертвований на благотворительность или крупных взносов в политические кампании, а также широкой демонстрации своего личного богатства

## Отдельные финансовые пирамиды

Особенно сильный ущерб финансовые пирамиды причиняют в развивающихся странах

Страна	Наименование	Год краха	Сумма инвестиций/ убытков	
			(В долл. США)	(В процентах ВВП <sup>1</sup> )
Антигуа и Барбуда	Финансовая группа Stanford	2009	8 млрд	н.п. <sup>2</sup>
Гренада	Холдинги SGL	2008	30 млрд	5
Ямайка	OLINT, Cash Plus, World Wise, LewFam (примеры)	2008	1 млрд	12,5
Соединенные Штаты	Madoff Investment Securities	2008	65 млрд	0,5
Колумбия	DRFE, DMG (примеры)	2008	1 млрд	0,4
Лесото	Похоронное общество «МКМ»	2007	42 млрд	3
Албания	VEFA, Gjallica, Kamberi (примеры)	1997	1,7 млрд	79

Источники: газетные статьи; оценки персонала МВФ; документ по Ямайке Caribbean Policy Research Institute (2008).

<sup>1</sup>Все ссылки касаются внутреннего ВВП, хотя некоторые пирамиды также привлекали инвесторов-нерезидентов.

<sup>2</sup>Инвесторам из Антигуа не разрешалось вкладывать средства в данное офшорное учреждение.

или богатства своей фирмы. Например, одна финансовая пирамида на Ямайке (Cash Plus) в 2007 году спонсировала национальную футбольную лигу, Аллен Стэнфорд спонсировал международный турнир по крикету, а основатель Группы DMG в Колумбии был владельцем собственного самолета и целого парка автомобилей. До краха пирамиды ее владельцы могут считаться «столпами общества»: основатель OLINT на Ямайке был избран одной из деловых газет бизнесменом года.

### Экономический и финансовый ущерб

Пирамиды неизбежно причиняют финансовый ущерб большинству своих вкладчиков и отвлекают сбережения от продуктивного инвестирования. Если они являются неподконтрольными, они начинают разрастаться в геометрической прогрессии и приводят к еще большему экономическому и институциональному ущербу, подрывая доверие к финансовым учреждениям и органам регулирования и требуя бюджетных затрат при необходимости оказания экстренной финансовой помощи. Крах пирамиды может даже привести к политической и социальной нестабильности.

Наиболее драматические события имели место в Албании. Когда в 1996 году в стране потерпело крах несколько пирамид, начались широкие волнения, правительство ушло в отставку, страна впала в анархию и, по некоторым оценкам, погибло около 2000 человек.

В последнее время пирамиды существенно различались по своему размеру (см. таблицу), что может объясняться разными факторами, но очевидно, что особо важное значение играли быстрота и эффективность ответных мер органов регулирования. Имеющиеся данные являются весьма приблизительными, так как трудно получить даже базовые сведения, такие как размер вложенных или утраченных сумм и количество инвесторов или открытых счетов, из-за неточности или отсутствия финансовой отчетности, отсутствия регулирования и исчезновения средств, учетной документации и основных действующих лиц. Но очевидно, что очень многие страны в самых разных ситуациях сталкивались с появлением крупных финансовых пирамид.

Эти примеры указывают на важность быстрых ответных мер. Однако власти столкнулись с трудностями при ликвидации недавних финансовых пирамид в Колумбии, Лесото и ряде стран Карибского бассейна, таких как Ямайка, Гренада, Антигуа и Барбуда и Сент-Винсент и Гренадины (Carvajal and others, 2009). Установление контроля над пирамидами и их закрытие часто затруднено по нескольким причинам. Во многих случаях ни создатели пирамид, ни собственно схемы не лицензируются и не регулируются. Кроме того, во многих странах органы регулирования не располагают надлежащими правоприменительными инструментами, такими как возможность замораживания активов, закрытия схем на начальных этапах. Некоторым пирамидам также удавалось задерживать правоприменительные меры путем обращения в суд.

Если пирамида становится крупной, государственные органы могут счесть прекращение ее деятельности нежелательным, так как в этом случае (при ограничении возможности пирамиды выполнять обязательства по притоку денежных средств) вкладчики будут винить в произошедшем государственное регулирование, а не недостатки самой схемы. Напротив, когда пирамиды сами по себе терпят крах, как показывает опыт, правительство может быть подвергнуто критике за неспособность действовать более оперативно.

#### ЮРИДИЧЕСКАЯ ОГОВОРКА

Информация, содержащаяся в этой статье, взята из публичных источников. Статья не подразумевает приписывания правонарушений каким-либо физическим или юридическим лицам. Ни одно из высказываний в этой статье не является суждением относительно адекватности или неадекватности той или иной нормативной или судебной системы, наличия или отсутствия полномочий у какого-либо органа регулирования, суда или прокуратуры или справедливости какого-либо юридического довода.

### Основные действия органов регулирования

Быстрые и решительные действия органов регулирования необходимы, чтобы предотвратить укоренение и распространение финансовых пирамид. Органы регулирования должны быть готовы действовать по нескольким направлениям.

**Расследование схем.** Финансовые пирамиды, особенно создаваемые посредством нерегулируемых предприятий, обычно сложно обнаружить, так как деятельность многих из них является непрозрачной — и даже скрытной, — а от инвесторов требуется соблюдение конфиденциальности. Органы регулирования должны прилагать дополнительные усилия для обнаружения финансовых пирамид, и с этой целью они должны разработать эффективные следственные инструменты, которые, в числе прочего, немедленно указывали бы на инвестиционное мошенничество, а также на инструменты, которые облегчили бы поиск с помощью Интернета и других средств массовой информации, а также механизмы для получения жалоб от общественности и принятия мер по ним.

**Обращение за немедленной судебной помощью.** Проведение полного расследования для возбуждения гражданского, административного или уголовного дела может занимать много времени, в течение которого владельцы пирамиды или средства инвесторов могут исчезнуть. Как только у органа регулирования появляются достоверные свидетельства о мошенничестве, совершаемом посредством финансовой пирамиды, он должно немедленно просить о принятии мер пресечения, таких как замораживание активов, для защиты интересов инвесторов на период продолжения расследования.

**Привлечение к ответственности.** Органы финансового регулирования должны использовать имеющиеся в их распоряжении гражданские или административные средства защиты при одновременном направлении дел в уголовно-следственные органы. На Ямайке распоряжения о прекращении противоправных действий OLINT не были подкреплены привлечением к уголовной ответственности, что задержало закрытие пирамиды. Органы регулирования должны быть готовы помочь властям возбудить уголовное дело или иметь полномочия для самостоятельного предъявления обвинения. Гражданские или административные средства защиты отличаются от уголовных средств защиты как в плане органов, ответственных за возбуждение дела, так и в плане мер пресечения и бремени доказательства, а также серьезности санкций.

**Координация и сотрудничество.** Финансовая пирамида может нарушать несколько законов о финансовой деятельности, относящихся к сфере ведения более чем одного органа регулирования. Тесный диалог с уголовно-следственными органами может вести к более эффективному правоприменению. Органы финансового регулирования нуждаются в эффективных механизмах обмена информацией и сотрудничества в вопросах пресечения нерегулируемых финансовых схем. Многосторонний меморандум о договоренности Международной организации комиссий по ценным бумагам становится одним из таких важных инструментов.

**Информирование общественности.** Широкие программы повышения финансовой грамотности могут помочь остановить появление нерегулируемых схем. Кроме того, важно, чтобы органы регулирования постоянно информировали общественность посредством общих предупреждений о методах обмана инвесторов и о необходимости проверки финансовой жизнеспособности потенциальных вложений и осуществления инвестиций только через лицензированные предприятия; уведомлений и перечней физических и юридических лиц, имеющих или не имеющих лицензии на занятие финансовой деятельностью; а также базы данных о мерах, принятых против определенных физических и юридических лиц. Размещение в Интернете органом финансового регулирования Сент-Китс и Невис информации о том, что ямайка OLINT не имеет права на ведение операций в стране, как представляется, воспрепятствовало укоренению этой схемы.

## Необходимые условия, способствующие принятию мер на раннем этапе

Опыт стран показывает, что органы регулирования, вероятно, скорее будут предвосхищать события и более решительно действовать, когда обеспечены следующие условия; в их отсутствие ответные меры органов регулирования принимаются, в лучшем случае, с большой задержкой.

**Широкие полномочия проводить расследования в отношении нерегулируемых схем и привлекать их к ответственности.** Опыт многих развивающихся стран показывает, что пробелы в нормативных актах, а также нормативно-правовой основе, обеспечивающей соблюдение финансового законодательства, являлись ключевым фактором недостаточной реакции органов финансового регулирования на появление финансовых пирамид. Большое значение имеют четыре элемента: ясные положения о привлечении к ответственности за создание пирамид; широкие полномочия на проведение расследований, в особенности на отслеживание движения денежных средств посредством банковской информации; полномочия запрашивать или применять гражданские или административные средства защиты, такие как финансовые штрафы или отзыв лицензий, а также применение уголовных санкций; и полномочия принимать чрезвычайные меры, такие как замораживание активов.

**Независимость органов финансового регулирования.** Во многих из изученных случаев не прослеживается политической — или даже общественной — поддержки принятых органом регулирования мер, чтобы остановить деятельность пирамиды. Например, один младший государственный министр Ямайки охарактеризовал проведение обыска в OLINT как «гестаповское вторжение», представляющее собой «грубое злоупотребление государственной властью». Органы финансового регулирования должны обладать достаточной независимостью, чтобы действовать без дополнительных согласований с правительством, даже если пирамиды пользуются молчаливой поддержкой членов правительства. Нормативная база должна защищать сотрудников и уполномоченных от судебного преследования за исполнение своих обязанностей.

**Широкие полномочия на сотрудничество и обмен информацией с другими органами финансового регулирования.** Финансовые пирамиды могут действовать на территории многих стран: OLINT имел офисы на Ямайке; его штаб-квартира была размещена в Панаме, а позднее — на островах Теркс и Кайкос. Он привлекал инвесторов в Соединенных Штатах и через вспомогательные пирамиды в Гренаде, Доминиканской Республике и Сент-Люсии. Отсутствие достаточных полномочий обмениваться конфиденциальной информацией, в частности банковской информацией, и оказывать помощь иностранным органам регулирования препятствовало расследованию и судебному преследованию финансовых пирамид во многих развивающихся странах и странах с формирующимся рынком. Некоторые органы регулирования также сталкиваются с трудностями при обмене конфиденциальной информацией с другими местными органами регулирования.

**Надлежащие ресурсы для правоприменения.** В странах, которые только начинают решать проблему финансовых пирамид, принятию оперативных мер препятствует нехватка опытного персонала. Этот пробел может помочь ликвидировать обучение кадров, а также подготовка внутренних руководств по проведению расследований и создание организационной структуры, способной заниматься расследованиями и ведением дел.

**Специализация судов и быстрое вынесение постановлений.** Поскольку многие решения, принимаемые органом финансового регулирования для того, чтобы остановить деятельность финансовой пирамиды, подлежат судебному одобрению или рассмотрению, важно, чтобы судьи обладали необходимой квалификацией и могли отдавать приоритет финансовым вопросам, в особенности связанным с принятием чрезвычайных мер. Например, OLINT мог продолжать работать в течение нескольких лет, в то время как суды рассматривали протесты против распо-

ряжения органа регулирования о прекращении противоправных действий и попыток коммерческого банка закрыть банковский счет пирамиды. Апелляция на действия банка дошла до уровня Тайного совета Соединенного Королевства, высшего апелляционного суда Ямайки.

## Развивающиеся страны являются более уязвимыми

История показывает, что финансовые пирамиды могут появляться на финансовых рынках любых стран, промышленно развитых или развивающихся. Хотя деловые возможности, которые, по заявлениям владельцев пирамид, они предлагают и их легальные структуры различаются, их создатели используют схожие методы для объявления своего существования, определения целевой аудитории, рекламирования своих продуктов и завоевания доверия.

Органы регулирования большинства промышленно развитых стран обладают широким набором правоприменительных инструментов, включая возможность заморозки активов при обнаружении пирамиды, и судебные органы поддерживают такие меры. Таким образом, хотя в промышленно развитых странах могут появляться крупные и долговременные пирамиды, как показывает случай со схемой МадOFFа, более вероятно, что их деятельность будет остановлена в этих странах сразу после их обнаружения.

Иначе обстоит дело в ряде развивающихся стран. Отсутствие сильных ответных мер со стороны органов регулирования при низком уровне развития формальных финансовых учреждений позволяет финансовым пирамидам развиваться и продолжать действовать даже после появления многих тревожных сигналов и служит отражением более широкой проблемы — трудностями создания заслуживающих доверия правоприменительных программ. Многие органы регулирования в развивающихся странах испытывают недостаток необходимых правоприменительных инструментов, ресурсов и (иногда) не пользуются политической независимостью, чтобы иметь возможность справиться с финансовыми нарушениями, включая финансовые пирамиды. В условиях глобального финансового рынка органы регулирования должны иметь возможность обмениваться информацией и сотрудничать друг с другом. Это оказывается крайне важным фактором в борьбе с нерегулируемыми схемами, учитывая проявленные ими способности перемещаться из одной юрисдикции в другую. Однако в случае органов регулирования многих развивающихся стран правовые ограничения делают такое сотрудничество невозможным.

Финансовые пирамиды вызывают обеспокоенность во всех странах мира, но особенно в тех странах, в которых относительно менее развитые системы регулирования могут быть не в состоянии сдерживать их разрастание в геометрических пропорциях. Главный урок заключается в том, что необходимо принимать меры на раннем этапе, до того как финансовые пирамиды разрастутся и подвергнут опасности вложения ничего не подозревающих инвесторов. ■

*Хантер Монроу является старшим экономистом в Департаменте стран Западного полушария МВФ, Ана Карвахал — старшим экспертом по финансовому сектору в Департаменте денежно-кредитных систем и рынков капитала МВФ, а Кэтрин Патилло — советником и руководителем подразделения в Департаменте по вопросам стратегии, политики и анализа МВФ.*

*Литература:*

Caribbean Policy Research Institute (CaPRI), 2008, "Investigating Informal Investment Schemes in Jamaica" (Kingston, Jamaica: Caribbean Policy Research Institute).

Carvajal, Ana, Hunter Monroe, Catherine Pattillo, and Brian Wynter, 2009, "Ponzi Schemes in the Caribbean," IMF Working Paper 09/95 (Washington: International Monetary Fund).



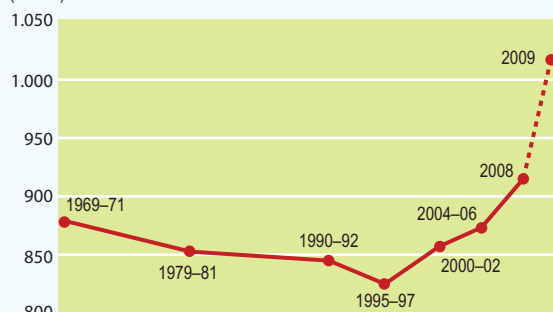
# Голод

Число голодающих превысило один миллиард человек

**Масштабы мирового голода** резко увеличились в 2009 году, значительно ухудшив уже неутешительную тенденцию в глобальной продовольственной безопасности, сложившуюся с 1996 года. Сочетание продовольственно-го и экономического кризисов повысило число голодающих во всем мире до исторически высоких уровней. По оценкам Продовольственной и сельскохозяйственной организации ООН (ФАО), в 2009 году недоедали 1,02 млрд человек — примерно на 100 млн больше, чем в 2008 году. Как результат, целевой показатель Всемирного продовольственного саммита и Цель развития Декларации тысячелетия по сокращению масштабов голода представляются все более недостижимыми.

**Продовольственный и экономический кризис, взятые вместе, повысили число голодающих до более 1 млрд человек в 2009 году.**

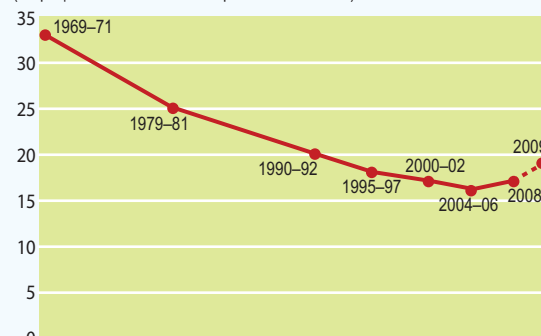
(В млн)



Примечание. Показатель за 2009 год представляет собой оценку.

**Доля недоедающих увеличилась почти до 20 процентов.**

(В процентах численности мирового населения)



Примечание. Показатель за 2009 год представляет собой оценку.

**Голод затрагивает** все регионы мира. Самое высокое число голодающих отмечается в Азиатско-Тихоокеанском регионе — самом густонаселенном регионе мира. Однако голод наиболее распространен в Африке к югу от Сахары, где недоедает примерно треть населения.



**Почти все недоедающие в мире живут в развивающихся странах.**

(В млн)



Подготовили Дэйвид До и Денис Дрекслер. Текст и рисунки основаны на докладе “The State of Food Insecurity in the World” («Состояние продовольственной небезопасности в мире», опубликованном ФАО в 2009 году. С этим докладом можно ознакомиться по адресу: <http://www.fao.org/publications/en>.)

# растет



**Низкие урожаи** — не причина. По оценкам ФАО, общий объем производства зерновых в 2009 году был лишь чуть ниже рекордно высоких показателей 2008 года. Увеличение масштабов голода в основном вызвано не этим, а тем, что люди не могут позволить себе купить продукты питания, которые производятся. Многие исчерпали свои сбережения во время продовольственного кризиса и теперь лишились работы в результате глобального экономического кризиса.

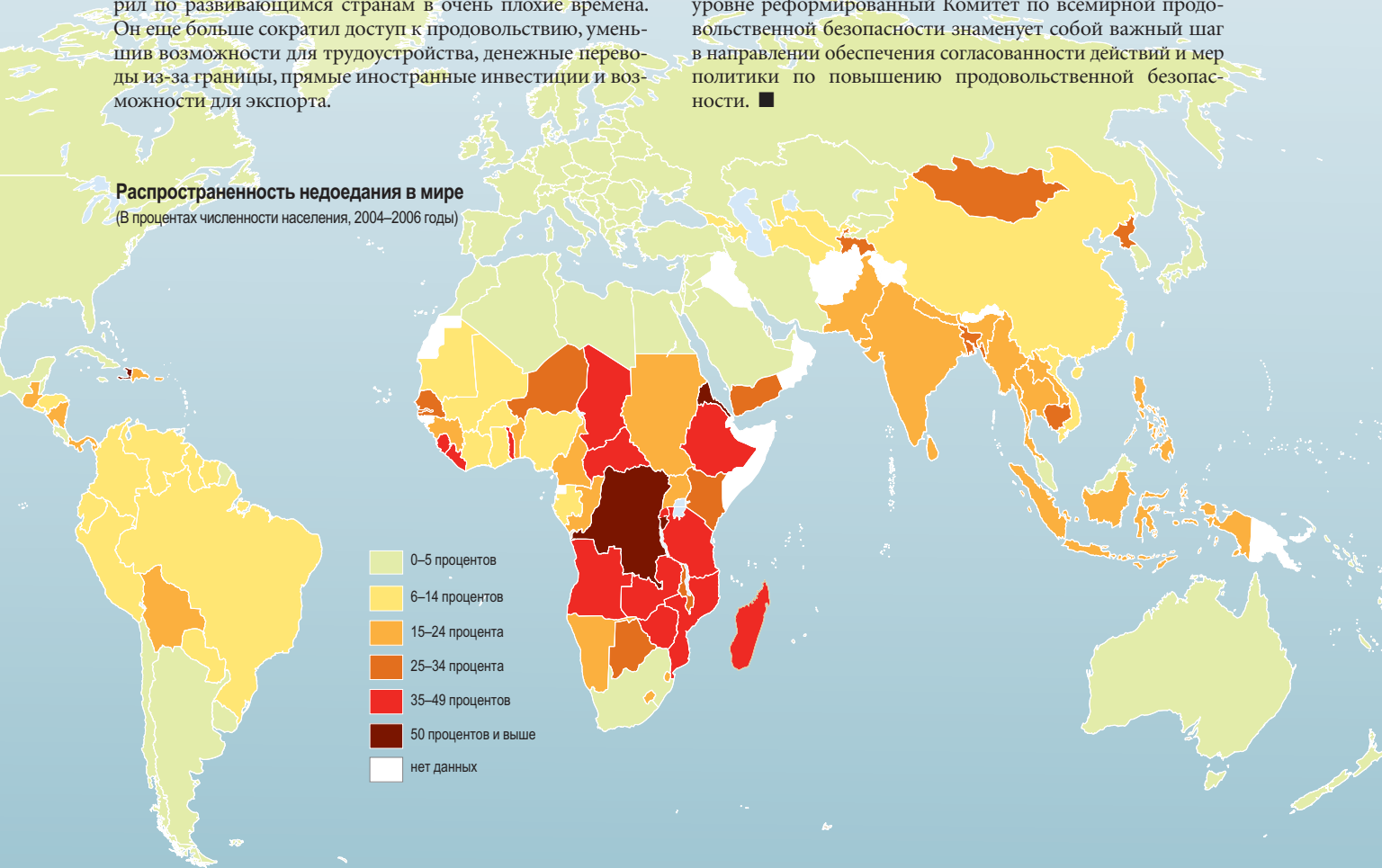
В развивающихся странах цены на продукты питания существенно возросли во время мирового продовольственного кризиса 2006–2008 годов и оставались высокими, когда начался экономический кризис. В конце 2008 года внутренние цены основных продуктов питания, как правило, были на 17 процентов выше, чем двумя годами раньше, с учетом корректировки на инфляцию. Это серьезно снизило покупательную способность малоимущих потребителей, которые часто тратят 40 процентов своих доходов на основные продукты питания.

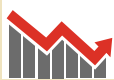
Таким образом, глобальный экономический кризис ударил по развивающимся странам в очень плохие времена. Он еще больше сократил доступ к продовольствию, уменьшив возможности для трудоустройства, денежные переводы из-за границы, прямые иностранные инвестиции и возможности для экспорта.

Как искоренить голод? Повышение мировой продовольственной безопасности требует и безотлагательных мер по оказанию помощи, и более фундаментальных структурных изменений. В краткосрочном плане необходимо улучшить системы социального обеспечения и программы социальной защиты, чтобы охватить наиболее нуждающихся.

В среднесрочном и долгосрочном плане структурное решение проблемы голода заключается в повышении производительности сельского хозяйства, с тем чтобы увеличить доходы и производить продукты питания с меньшими затратами, особенно в бедных странах. Значение более долгосрочных мер подтверждается неприемлемо высоким числом людей, которые недоедали до кризиса и, по всей вероятности, будут продолжать голодать даже после окончания продовольственного и экономического кризисов. Кроме того, эти меры должны сопровождаться более качественным государственным управлением и более эффективными институтами на всех уровнях. Например, на глобальном уровне реформированный Комитет по всемирной продовольственной безопасности знаменует собой важный шаг в направлении обеспечения согласованности действий и мер политики по повышению продовольственной безопасности. ■

**Распространенность недоедания в мире**  
(В процентах численности населения, 2004–2006 годы)





## Должны ли банкиры получить свои бонусы?

Стивен Н. Каплан

**Н**АСТУПИЛ сезон бонусов для банкиров. В этом году бонусы вызывают больше, чем когда-либо возражений из-за количества выплачиваемых больших сумм фирм, которые получили экстренную поддержку за счет средств налогоплательщиков во время кризиса. Почему же банкиры должны получать свои бонусы?

Противники бонусов ссылаются на три аргумента. Во-первых, банкирам переплачивают, особенно в свете трудностей, с которыми сталкивается основная масса населения. Во-вторых, бонусы не заслужены, потому что многие банки получили бы меньшую прибыль или просто не выжили бы без вмешательства государства. В-третьих, крупные бонусы поощряли руководителей банков к принятию чрезмерных рисков, что в значительной мере способствовало финансовому кризису. Этот гнев понятен, но ни один из этих аргументов не выдерживает проверки.

Банкирам хорошо платят, но их высокая оплата не уникальна. За последние 30 лет оплата заметно увеличилась для многих: инвестиционных банкиров, инвесторов (менеджеров хеджевых фондов, частного инвестиционного капитала и государственных средств), руководителей высшего звена в корпорациях, консультантов, артистов, ведущих спортсменов и юристов. Изменения в технологии, масштабах и глобализация позволили этим профессионалам максимально использовать свои навыки. Ведущие инвесторы в наше время могут управлять значительно более крупными суммами, чем три десятилетия тому назад, банкиры и юристы работают над более крупными сделками, а ведущими профессиональными спортсменами интересуется большая масса зрителей. Справедливо и нравственно это или нет, их высокая оплата в значительной степени формируется рынком, поскольку компании соперничают за таланты.

### Достойные банкиры

Некоторые критики утверждают, что у банкиров не было альтернативы, если бы они оплачивались по-другому или не получали премий. Критики наивны. У самых лучших банкиров есть другие варианты. Ведущие специалисты по заключению сделок могут уйти в специализированные инвестиционные компании и хеджевые фонды или стать управляющими средствами в небанковских организациях. Многие из них так и поступили. Ведущий трейдер Citigroup Мэтью Карпентер ушел в начале февраля в хеджевый фонд Moore Capital, последовав примеру другого ведущего трейдера Эндрю Холла.

Чем меньше оплата и больше ограничений на вознаграждение в крупных банках, тем сильнее будет с течением времени отток самых талантливых. Кому-то может понравиться такое развитие событий, но оно ослабит крупнейшие финансовые организации. Государственная экстренная помощь (и продолжающееся субсидирование) некоторых банков не устраняют необходимость в том, чтобы банки платили рыночные цены за таланты своих сотрудников, в противном случае они рискуют их потерять. Общество также страдает в случае неважно управляемой банковской системы (подумайте о проблемах, вызванных вопросом оплаты для AIG, Федеральной национальной ассоциации ипотечного кредитования и Федеральной корпорации жилищного ипотечного кредита).

Безусловно, определенная часть банковской прибыли в этом году была результатом государственного вмешательства, но банки заплатили за эту интервенцию. Большинство к настоя-

щему времени вернуло средства Программы ликвидации проблемных активов, полученные от правительства, и «инвестиции» пошли на пользу США. Тем, кто считает, что отдача не была достаточно высокой, следует критиковать правительство США за заключение неудачной сделки, а не банкиров, которые выполняют свою работу и зарабатывают деньги.

Некоторые банки фактически были вынуждены принимать средства Программы ликвидации проблемных активов. Теперь их просят нанести ущерб своему делу и сотрудникам (не платя бонусы), после того как они вернули правительству деньги, которых они не хотели или в которых не нуждались.

Профессиональный спорт служит хорошей аналогией. Предположим, что у футбольной команды ужасно складывается сезон, потому что в этом сезоне плохо играет ее вратарь-звезда. Но ее выдающийся нападающий забил больше всех голов в лиге. Значит ли это, что команда не должна щедро оплачивать услуги этого форварда, чтобы удержать его в команде? И если команда будет блестяще играть в будущем сезоне, значит ли это, что игрокам не следует платить из-за плохих результатов в предыдущем году? Конечно же, нет. Такая практика была бы пагубной, если не самоубийственной.

### За рамками фурора по поводу бонусов

Большие премии не были главной причиной финансового кризиса. Bear Stearns и Lehman Brothers более энергично, чем другие аналогичные фирмы, поощряли сотрудников к отсрочке бонусов или их инвестированию в акции компании вместо прямой выплаты. Владение акциями и отсрочка бонусов не спасли эти фирмы. Руководители банков потеряли сотни миллионов долларов на принадлежащих им акциях из-за принятых ими неправильных решений. Многие потеряли работу.

Кризис вызвала либеральная денежно-кредитная политика, глобальный избыток капитала, чрезмерный левверидж инвестиционных банков, мандат от конгресса на предоставление ипотечных кредитов людям, которые не могли их себе позволить, несовершенные рейтинги от рейтинговых агентств и авансовые стимулы для ипотечных брокеров. Соответственно, кризис распространился на финансовые организации во многих странах с самыми разными методами оплаты их работников.

Вместо того чтобы зострять внимание на оплате труда и бонусах, их критикам следует сосредоточиться на более разумных требованиях в отношении минимального размера капитала. Действенное решение этого вопроса повысит и придаст проциклический характер требованиям в отношении минимального собственного капитала для банков, в сочетании с требованием о привлечении условного долгосрочного долга, который при кризисе преобразуется в собственный капитал. Эти инвесторы в долговые инструменты, а не правительство, оказали бы банкам экстренную поддержку. Масштабы финансового кризиса, если бы он вообще разразился, были бы значительно меньше.

Гнев на банкиров понятен, но отмена или ограничение их бонусов нанесет ущерб финансовому сектору, мало что сделав для предотвращения будущего финансового кризиса. ■

*Стивен Н. Каплан — профессор предпринимательства и финансов Школы бизнеса Booth на гранте фонда семьи Нойбауэр в Чикагском университете и научный сотрудник Национального бюро экономических исследований.*



# ужасные» бонусы?

## Бонусы и «пагубный цикл»

Саймон Джонсон

**П**РИВЛЕКАЮЩИЕ внимание бонусы банкиров являются симптомом гораздо более серьезной и глубокой проблемы, заключающейся в способности и готовности крупнейших игроков нашей финансовой системы идти на безрассудный риск.

Мы позволили пагубному циклу захватить нашу экономическую систему. (Эндрю Холдейн из Банка Англии выявил аналогичный «пагубный круг».) Этот цикл состоит из нескольких отдельных этапов. Вначале кредиторы и вкладчики предоставляют банкам дешевое финансирование. Если дела пойдут очень плохо, они рассчитывают на экстренную поддержку от центральных банков и бюджетных органов.

Банки, такие как Citigroup и Goldman Sachs, а также многие другие на протяжении последнего цикла, использовали средства для принятия больших рисков, выплачивая дивиденды акционерам и бонусы своему руководству и персоналу. Прямыми субсидиями (такими как страхование депозитов) и косвенной поддержкой (такой как перспектива экстренной поддержки от центрального банка) мы поощряем нашу банковскую систему к тому, чтобы она игнорировала серьезные, социально вредные риски больших отклонений, включающие небольшую вероятность катастрофического обвала. Банки могут устраниваться и оставить государство задачу по ликвидации последствий. Некоторые банкиры и директивные органы даже преуспевают во время обвала, к возникновению которого они были причастны.

### Ошеломляющий сбой

Органы регулирования и надзора должны предотвращать такое опасное принятие риска. Но банки пользуются сильным политическим и финансовым влиянием, и система стала чрезвычайно сложной, так что органы регулирования, в конечном итоге, были дискредитированы. Поражает степень сбоев регулирования накануне текущего кризиса. Ведущие банки, включая Northern Rock в Соединенном Королевстве, Lehman Brothers в Соединенных Штатах и Deutsche Bank в Германии, убедили органы регулирования в том, что можно хранить небольшие суммы капитала при больших портфелях рискованных активов. Банковская система в целом накопила фактический риск, связанный с производными финансовыми инструментами, измерявшийся многими триллионами долларов. Это означало, что при банкротстве одного крупного банка или квазибанка могла обрушиться вся система.

Ввиду неспособности нашей политической и социальной системы справиться с затруднительным положением, которое создалось бы после обвала экономики, мы полагаемся на наши центральные банки для снижения процентных ставок и целевые кредиты для спасения убыточных организаций. Люди меняются, но каждый центральный банк и правительство действуют аналогичным образом. На этот раз председатель Совета управляющих Федеральной резервной системы Бен Бернанке и министр финансов Тим Гайтнер (президент Нью-Йоркского Федерального резервного банка перед кризисом), которые осуществляли надзор за политикой в то время, когда «вздутые» цены на активы стали «пузырем», теперь разрабатывают нашу «экстренную помощь».

После оказания экстренной помощи все повторится сначала. Такая модель сложилась во многих развитых странах с середины 1970-х годов, что совпадает по времени со значительными макроэкономическими изменениями и изменениями в регулировании, включая конец Бреттонвудской системы фиксированных обменных курсов, ограничение мер контроля за операци-

ями с капиталом в богатых странах и начало продолжавшегося 20 лет ослабления регулирования.

Истинная опасность заключается в том, что масштабы проблемы растут по мере продолжения этого цикла. Если каждый цикл требует расширения масштабов государственной интервенции, дело, в конце концов, наверняка закончится крахом.

Оптимальный метод создания более безопасной системы включает строгие требования к минимальному размеру капитала на очень высоком уровне, установленные законодательным путем, которые трудно обойти или пересмотреть. Если мы увеличим объем капитала первого уровня в ведущих банках в три раза, доведя его до 15–25 процентов активов и вернув соотношения активов и капитала к их уровню в Соединенных Штатах, предшествовавшему созданию Федеральной резервной системы в 1913 году, и предпочтем излишнюю осторожность в требованиях к размеру капитала для деривативов и других сложных финансовых структур, мы создадим намного более безопасную систему, ограничив возможности несоблюдения правил.

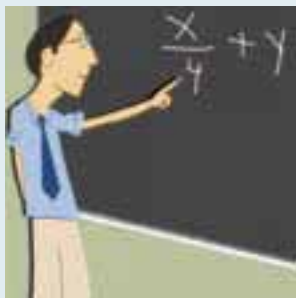
### Меньше вероятность рискованных спекуляций

Когда акционеры рискуют крупными суммами по отношению к выгоде, которую они могут извлечь из рискованных операций, уменьшается вероятность принятия ими такого риска и усиливается вероятность того, что они будут держать опасные схемы вознаграждения под контролем. Это в значительной степени облегчит работу органов регулирования и предоставит возможность сработать нашей действующей системе регулирования.

Мы также должны позаботиться о том, чтобы лица, входящие в любую обанкротившуюся систему, могли рассчитывать на крупные убытки при провале их авантюры и возникновении необходимости в использовании государственных средств для оказания системе экстренной финансовой помощи. Хотя многие руководители организаций, получивших экстренную поддержку, потеряли крупные суммы денег, они остались очень богатыми людьми.

Другие банкиры явно крупно выиграли от кризиса. Министр финансов Великобритании Алистер Дарлинг назначил Вина Бишоффа, одного из руководителей Citigroup перед ее впечатляющим обвалом, председателем Lloyds. Викрам Пандит продал свой хеджевый фонд Citigroup, которая затем списала большую часть затрат как убыток; тем не менее, Пандит был вскоре назначен на пост руководителя Citigroup. Джейми Даймон и Ллойд Бланкфайн, руководители, соответственно, JPMorgan Chase & Co. и Goldman Sachs, явно остались в выигрыше, несмотря на то, что их банки тоже получили федеральную экстренную помощь и согласились ограничить свои бонусы за 2009 год. Goldman Sachs повезло, что он получил доступ к «механизму переучета» Федеральной резервной системы, предотвратив Мы должны разувверить наших банкиров в том, что они могут крупно выиграть при подъеме и также пережить спад (а то и извлечь из него финансовую выгоду). Для этого требуется законодательство, которое взыскивает полученные в прошлом доходы и бонусы у сотрудников банков, нуждающихся в экстренной помощи. ■

*Саймон Джонсон — профессор Школы управления Слоуна Массачусетского технологического института, старший научный сотрудник Института международной экономики Петерсона и член группы экономических советников Бюджетного управления Конгресса. Джонсон, бывший главный экономист Международного Валютного Фонда, является соавтором книги «13 банкиров», написанной совместно с Джеймсом Кваком (готовится к печати).*



# Что такое инфляция?

Джейда Онер

**Э**ТО, возможно, одно из самых известных слов в экономике. Инфляция повергала страны в долгие периоды нестабильности. Центральные банки часто стремятся прослыть «ястребами инфляции». Политики выигрывали на выборах, пообещав преодолеть инфляцию, только для того, чтобы утратить власть, потерпев в этом неудачу. В США президент Джеральд Форд в 1974 году даже объявил инфляцию врагом народа номер один. Что же такое инфляция и почему она так важна?

Инфляция — это темп роста цен за данный период времени. Как правило, инфляция представляет собой широкий показатель, такой как общее повышение цен или повышение стоимости жизни в стране. Но ее также можно рассчитать более узко — например, для определенных товаров, таких как продукты питания, или услуг, таких как стрижка. Независимо от контекста, инфляция показывает, насколько дороже стал соответствующий набор товаров и/или услуг за определенный период, обычно за один год.

## Измерение инфляции

Для потребителей стоимость жизни зависит от цен на многие товары и услуги и их относительных долей в бюджете домашних хозяйств. Для измерения стоимости жизни среднего потребителя государственные учреждения проводят обследования домашних хозяйств, с тем чтобы определять корзину часто покупаемых продуктов и отслеживать во времени стоимость покупки такой корзины. (Расходы домашних хозяйств, включая арендную плату и ипотеку, составляют значительную часть потребительской корзины в США.) Стоимость этой корзины в данный момент времени, рассчитанная по отношению к базисному году, представляет собой *индекс потребительских цен* (ИПЦ), а процентное изменение ИПЦ за определенный период — *инфляцию потребительских цен*, наиболее широко используемый показатель инфляции. (Например, если ИПЦ базисного года равен 100, а текущий ИПЦ — 110, инфляция за данный период составляет 10 процентов.)

*Структурная инфляция потребительских цен* отражает базовые, устойчивые тенденции изменения инфляции без учета цен, устанавливаемых органами государственного управления, а также более изменчивых цен на такие продукты, как продовольствие и энергоресурсы, на которых наиболее сильно сказываются сезонные факторы или временные условия в области предложения. Директивные органы ведут тщательный мониторинг структурной инфляции. Расчет общего темпа инфляции — например, для страны, а не только для потребителей, — требует наличия индекса, имеющего более широкий охват, такого как *дефлятор валового внутреннего продукта* (ВВП).

Корзина ИПЦ в основном сохраняется в неизменном виде в течение определенного времени, чтобы обеспечить согласованность оценок, но иногда слегка корректируется с учетом меняющегося характера потребления, например, для вклю-

чения новых высокотехнологичных товаров и замены статей, которые уже не пользуются широким спросом. Состав дефлятора ВВП, поскольку он отражает среднее изменение цен во времени на все товары, производимые в экономике, меняется ежегодно и является более актуальным, чем преимущественно фиксированная корзина ИПЦ. С другой стороны, дефлятор включает статьи, не относящиеся к категории потребительских товаров (такие как расходы на оборону), и потому не является хорошим показателем стоимости жизни.

## Хорошее и плохое

В той мере, в которой *номинальные* доходы домашних хозяйств, получаемые ими в денежных знаках, находящихся в обращении, не увеличиваются теми же темпами, что и цены, их благосостояние ухудшается, так как они могут позволить себе купить меньше товаров. Другими словами, их *покупательная способность* или *реальные* (скорректированные по инфляции) доходы снижаются. Реальные доходы — это представительная переменная уровня жизни. Когда реальные доходы растут, уровень жизни также повышается, и наоборот.

В действительности цены меняются с различной скоростью. Некоторые цены, например, на внешнеторговые биржевые товары, меняются каждый день; другие, такие как ставки заработной платы, устанавливаемые в контрактах, корректируются медленнее (или, говоря языком экономистов, являются негибкими). В инфляционной среде неравномерно растущие цены неизбежно снижают покупательную способность некоторых потребителей, и это сокращение реальных доходов представляет собой самую значительную часть издержек инфляции.

Кроме того, инфляция может с течением временем искажать покупательную способность получателей и плательщиков фиксированных процентных ставок. Рассмотрим пенсионеров, которые ежегодно получают фиксированное 5-процентное повышение пенсии. Если инфляция выше 5 процентов, покупательная способность пенсионера падает. С другой стороны, заемщик, который платит фиксированную ставку по ипотеке в размере 5 процентов, выигрывает от 5-процентной инфляции, так как *реальная процентная ставка* (номинальная ставка минус темп инфляции) равна нулю; если бы инфляция была выше, обслуживать этот долг было бы еще легче, при условии, что доходы заемщика растут в соответствии с инфляцией. Разумеется, реальные доходы заемщика сокращаются. В той мере, в которой инфляция не учитывается в номинальных процентных ставках, покупательная способность одних возрастает, а других — уменьшается.

Более того, многие страны боролись с высокой инфляцией и, в ряде случаев, *гиперинфляцией* в размере 1000 процентов или больше в год. В 2008 году в Зимбабве наблюдался один из самых худших в истории эпизодов гиперинфляции: по оценкам, годовая инфляция в какой-то момент достигла 500 млрд процентов. Такие высокие темпы инфляции приводили к ка-

катастрофическим последствиям, и странам приходилось принимать трудные и болезненные меры экономической политики, чтобы вернуть инфляцию на более приемлемые уровни, иногда путем отказа от национальной валюты, как в случае Зимбабве.

Хотя высокая инфляция причиняет ущерб экономике, *дефляция*, или падение цен, также нежелательна. Когда цены падают, потребители, по возможности, откладывают покупки, ожидая более низких цен в будущем. Для экономики это означает уменьшение экономической активности, получение меньших доходов производителями и снижение экономического роста. Япония — одна из стран, в которых долгое время почти не было экономического роста, главным образом из-за дефляции. Предотвращение дефляции во время глобального финансового кризиса, начавшегося в 2007 году, является одной из причин, по которым Федеральная резервная система США и другие центральные банки во всем мире в течение продолжительного времени поддерживали процентные ставки на низком уровне и вводили другие меры денежно-кредитной политики, с тем чтобы обеспечить наличие достаточной ликвидности в финансовых системах. В настоящее время глобальная инфляция находится на одном из самых низких уровней с начала 1960-х годов, отчасти в связи с финансовым кризисом.

## Директивные органы должны, при необходимости, найти правильный, сбалансированный уровень стимулирования спроса и экономического роста, не создавая чрезмерных стимулов в экономике и не вызывая инфляцию.

Большинство экономистов считают, что низкая, стабильная и, что наиболее важно, предсказуемая инфляция полезна для экономики. Если инфляция остается на низком уровне и предсказуема, ее легче учитывать в контрактах, предусматривающих корректировку цен, и процентных ставках, что снижает ее искажающее воздействие. Кроме того, потребители, зная, что в будущем цены немного повысятся, заинтересованы делать покупки раньше, что способствует экономической активности. Многие центральные банки сделали поддержание инфляции на низком и стабильном уровне главной задачей своей политики — такая политика называется *таргетированием инфляции* (см. статью «Таргетированию инфляции исполняется 20 лет» в настоящем выпуске.)

### Что вызывает инфляцию?

Долгие эпизоды высокой инфляции часто бывают результатом жесткой денежно-кредитной политики. Если объем денежной массы становится слишком большим по отношению к масштабам экономики, единичная стоимость валюты уменьшается; другими словами, ее покупательная способность снижается, а цены повышаются. Эта связь между денежной массой и масштабами экономики называется *количественной теорией денег* и является одной из старейших гипотез в экономической науке.

Давление на предложение или спрос в экономике также может носить инфляционный характер. *Шоки в области предложения*, которые нарушают производство (например, стихийные бедствия) или повышают издержки производства (например, высокие цены на нефть), могут вызвать сокращение общего объема предложения и привести к «инфляции, обус-

ловленной издержками», при которой движущей силой роста цен является нарушение предложения. Одним из таких случаев в глобальной экономике было повышение цен на продукты питания и топливо в 2008 году: резкий рост цен на продукты питания и топливо передавался от страны к стране через торговлю. Наоборот, *шоки в области спроса*, например, оживление на фондовом рынке или *экспансионистская политика*, при которой центральный банк снижает процентные ставки или правительство увеличивает расходы, может привести к временному повышению общего спроса и экономического роста. Однако если это повышение спроса превосходит производственные возможности экономики, возникающая в итоге нагрузка на ресурсы находит отражение в «инфляции, обусловленной спросом». Директивные органы должны, при необходимости, найти правильный, сбалансированный уровень стимулирования спроса и экономического роста, не создавая чрезмерных стимулов в экономике и не вызывая инфляцию.

Кроме того, важную роль в определении инфляции играют *ожидания*. Если люди или фирмы ожидают повышения цен, они «встраивают» эти ожидания в ставки заработной платы, устанавливаемые на основе переговоров, и корректировки цен в контрактах (такие как автоматическое повышение арендной платы). Это поведение частично определяет инфляцию в следующем периоде; после составления контрактов и согласования заработной платы или цен ожидания становятся самосбывающимися. И в той мере, в которой люди основывают свои ожидания на недавнем прошлом опыте, инфляция следует аналогичным траекториям во времени, приводя к инфляционной *инерции*.

### Меры, принимаемые директивными органами в отношении инфляции

Правильный набор мер *антиинфляционной политики*, направленных на снижение инфляции, зависит от ее причин. В случае перегрева экономики центральные банки (если они приняли обязательство обеспечивать стабильность цен) могут проводить политику *сокращения расходов*, которая ограничивает совокупный спрос, обычно путем повышения процентных ставок. Некоторые центральные банки предпочитают устанавливать денежно-кредитную дисциплину (с различной степенью успешности) при помощи *фиксированного обменного курса*, привязав валюту своей страны к другой валюте и, следовательно, свою денежно-кредитную политику к политике страны, к валюте которой привязана их валюта. Однако если инфляция вызывается не внутренними, а глобальными тенденциями, такая политика может оказаться бесполезной. В 2008 году, когда инфляция возрастала во всем мире под влиянием высоких цен на продукты питания и топливо, многие страны позволили высоким мировым ценам воздействовать на их внутреннюю экономику. В ряде случаев правительство может напрямую устанавливать цены (как делали некоторые в 2008 году, чтобы предотвратить передачу воздействия высоких цен на продукты питания и топливо). Такие *административные меры по установлению цен* обычно приводят к тому, что правительство несет большие расходы на субсидии, с тем чтобы компенсировать производителям потерянные доходы.

Центральные банки все больше полагаются на свою способность влиять на *инфляционные ожидания* как инструмент сокращения инфляции. Директивные органы объявляют о намерении временно удерживать экономическую активность на низком уровне, чтобы снизить инфляцию, в надежде повлиять на инфляционные ожидания и компонент инфляции, встроенный в контракты. Чем большим доверием пользуются центральные банки, тем большее влияние оказывают их заявления на инфляционные ожидания. ■

Джейда Онер — экономист в Департаменте стран Азиатско-Тихоокеанского региона.





своих целевых показателей, включают отчеты по инфляции и денежно-кредитной политике, публикуемые от двух до четырех раз в год, публичные заявления о совещаниях, посвященных определению политики, и иногда публикацию стенографических отчетов о совещаниях, на которых принимаются решения по вопросам политики. Старшие должностные лица центральных банков также докладывают о своей работе перед законодательными органами. В целом центральные банки стали более активно применять значительно более широкий диапазон мероприятий по информированию общественности, чем в прошлом.

Во-вторых, центральные банки обычно применяют гибкую форму таргетирования инфляции. Вместо того чтобы концентрировать усилия на постоянном наблюдении целевого показателя инфляции, основное внимание в рамках такого подхода уделяется достижению целевого показателя в среднесрочной перспективе, обычно за период в два или три года. Это позволяет проводить политику, включающую другие задачи на краткосрочную перспективу, в частности сглаживание темпов роста выпуска продукции. Однако возможности для центрального банка сохранять гибкость зависят от того, насколько прочно зафиксированы среднесрочные инфляционные ожидания. А это зависит, по крайней мере частично, от демонстрируемых им положительных результатов сдерживания роста инфляции.

### Что можно сказать об альтернативных подходах?

Естественно напрашивается вопрос, были ли макроэкономические показатели при таргетировании инфляции столь

же или более высокими, чем при альтернативных подходах к политике, таких как таргетирование роста денежной массы, привязка обменного курса или применение «эклектичных» систем, преследующих множественные цели. Поскольку невозможно напрямую сравнить показатели одной страны при двух различных режимах политики в один и тот же период, сравнения были сделаны между схожими странами, применяющими разные подходы.

На рисунках 1 и 2 сравниваются показатели инфляции и выпуска продукции в странах, применяющих таргетирование инфляции, до и после введения в них таргетирования инфляции, со странами, которые в тот же период не применяли таргетирования инфляции. Для стран с таргетированием инфляции средняя дата его введения приходится на начало 2001 года,

Рисунок 1

### Показатели инфляции и экономического роста

Хотя показатели инфляции и экономического роста улучшились в большинстве стран между периодами 1991–2000 и 2001–2009 годов, страны с таргетированием инфляции (ТИ) добились больших успехов.

(Инфляция потребительских цен, в процентах)



Источник: расчеты автора.

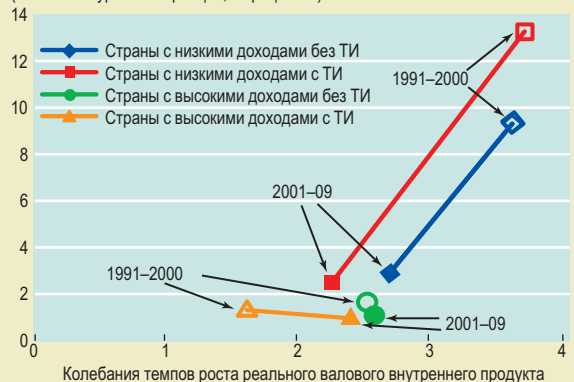
Примечание. Незаштрихованные значки относятся к периоду 1991–2000 годов, а заштрихованные значки — к периоду 2001–2009 годов. Прямые линии отображают направление изменений между периодами для четырех групп стран.

Рисунок 2

### Сглаживание выпуска продукции и инфляции

Колебания как уровня инфляции, так и темпов экономического роста были менее волатильными в период 2001–2009 годов, чем в период 1991–2000 годов, но уменьшение волатильности было более сильным в странах с таргетированием инфляции (ТИ).

(Колебания уровня инфляции, в процентах)



Источник: расчеты автора.

Примечание. Незаштрихованные значки относятся к периоду 1991–2000 годов, а заштрихованные значки — к периоду 2001–2009 годов. Прямые линии отображают направление изменения колебаний между периодами для четырех групп стран.

### Целевые показатели инфляции

Таргетирование инфляции применяется в 26 странах, которые используют индекс потребительских цен в качестве целевого показателя денежно-кредитной политики. Еще три страны — Финляндия, Словацкая Республика и Испания — вводили таргетирование инфляции, но отказались от него с переходом на евро.

Страна	Дата введения таргетирования инфляции	Уровень инфляции на дату введения	Средний уровень инфляции 2009 года	Целевой уровень инфляции
Новая Зеландия	1990	3,3	0,8	1 – 3
Канада	1991	6,9	0,3	2 +/- 1
Соединенное Королевство	1992	4,0	2,2	2 +/- 1
Швеция	1993	1,8	-0,3	2 +/- 1
Австралия	1993	2,0	1,9	2 – 3
Чешская республика	1997	6,8	1,0	3 +/- 1
Израиль	1997	8,1	3,3	2 +/- 1
Польша	1998	10,6	3,8	2,5 +/- 1
Бразилия	1999	3,3	4,9	4,5 +/- 2
Чили	1999	3,2	1,5	3 +/- 1
Колумбия	1999	9,3	4,2	2 – 4
Южная Африка	2000	2,6	7,1	3 – 6
Таиланд	2000	0,8	-0,9	0,5 – 3
Корея	2001	2,9	2,8	3 +/- 1
Мексика	2001	9,0	5,3	3 +/- 1
Исландия	2001	4,1	12,0	2,5 +/- 1,5
Норвегия	2001	3,6	2,2	2,5 +/- 1
Венгрия	2001	10,8	4,2	3 +/- 1
Перу	2002	-0,1	2,9	2 +/- 1
Филиппины	2002	4,5	1,6	4,5 +/- 1
Гватемала	2005	9,2	1,8	5 +/- 1
Индонезия	2005	7,4	4,6	4 – 6
Румыния	2005	9,3	5,6	3,5 +/- 1
Турция	2006	7,7	6,3	6,5 +/- 1
Сербия	2006	10,8	7,8	4 – 8
Гана	2007	10,5	19,3	14,5 +/- 1

Источник: подборка данных автора.

и поэтому в качестве сравнительных периодов для стран без таргетирования инфляции были приняты периоды 1991–2000 годов и 2001–2009 годов.

Полученные сведения указывают на следующее.

- Страны с низкими доходами, применяющие и не применяющие таргетирование инфляции, испытали существенное понижение уровня инфляции и повышение темпов экономического роста. Хотя страны без таргетирования инфляции продолжали иметь более низкий уровень инфляции и более высокие темпы экономического роста, чем страны с таргетированием инфляции, те страны, которые приняли таргетирование инфляции, добились большего улучшения показателей.

- Страны с низкими доходами, применяющие и не применяющие таргетирование инфляции, также испытали существенное снижение волатильности инфляции и выпуска продукции, и страны, которые приняли таргетирование инфляции, добились большего понижения волатильности, особенно волатильности инфляции.

- В числе стран с высокими доходами страны с таргетированием инфляции демонстрировали в среднем небольшие изменения показателей между двумя периодами, в то время как страны без таргетирования инфляции, как правило, испытывали снижение темпов экономического роста. Аналогичным образом, страны с таргетированием инфляции имели небольшие изменения волатильности выпуска продукции или инфляции между этими двумя периодами, а страны без таргетирования инфляции испытывали большую волатильность выпуска продукции.

Безусловно, принятие таргетирования инфляции, возможно, не полностью объясняет улучшение относительных показателей, так как многие страны вводили таргетирование инфляции именно в рамках более широких структурных реформ и реформ политики. Тем не менее, более детальные исследования в целом также показывают, что при сопоставлении схожих по остальным параметрам стран с формирующимся рынком за те же периоды времени ключевые макроэкономические переменные, такие как инфляция и выпуск продукции, оказываются лучше в странах с таргетированием инфляции, нежели в странах без него. Например, в исследовании, приводившемся в публикации МВФ «Перспективы развития мировой экономики» за сентябрь 2005 года, был сделан вывод о том, что в период с 1990 по 2004 годы с принятием таргетирования инфляции было связано понижение среднего уровня инфляции на 4,8 процентного пункта в сравнении с другими режимами денежно-кредитной политики. Кроме того, с таргетированием инфляции было связано понижение на 3,6 процентного пункта изменчивости инфляции в сравнении с другими стратегиями.

### Устойчивость таргетирования инфляции

Особое значение, с учетом имевших место в последние три года глобальных всплесков цен на биржевые товары и финансовых шоков, имеет то, является ли режим таргетирования инфляции более устойчивым к шокам, чем другие формы политики. В течение большей части периода со времени широкого внедрения таргетирования инфляции глобальные макроэкономические условия были благоприятными в сравнении с более ранними периодами. Таким образом, имеются только ограниченные свидетельства того, что метод таргетирования инфляции позволяет смягчать серьезные шоки.

Страны с таргетированием инфляции, как представляется, более успешно справились с минимизацией инфляционных последствий всплеска цен на биржевые товары 2007 года (Habermeier and others, 2009). Этот ценовой шок привел к повышению инфляции и снижению темпов роста в большинстве стран в период между 2006 и 2008 годами. Однако в числе стран с низкими доходами страны без таргетирования инфляции испытали более сильное повышение инфляции, чем страны с таргетированием инфляции, в то время как темпы роста их валового внутреннего продукта понизились на

схожую величину. В числе стран с высокими доходами страны с таргетированием инфляции демонстрировали меньшее сокращение темпов роста, чем страны без него, а также несколько меньшее повышение инфляции.

Эти результаты согласуются с представлением о том, что инфляционные ожидания более прочно фиксированы в странах, которые принимают таргетирование инфляции, и власти этих стран уделяют большее внимание сдерживанию инфляции от резкого роста. Однако прежде чем делать какие-либо окончательные выводы, необходимо провести более детальный анализ, с тем чтобы отделить влияние таргетирования от других факторов, воздействующих на рост и инфляцию.

Глобальный финансовый кризис, начавшийся в середине 2007 года, продолжается, и поэтому еще рано судить о том, насколько более успешно страны с таргетированием инфляции справились с худшим из глобальных экономических и финансовых спадов со времен Великой депрессии. Безусловно, некоторые из стран с таргетированием инфляции были в числе наиболее сильно пострадавших от кризиса, и некоторыми из них были приняты программы, поддерживаемые ресурсами МВФ (Венгрия, Исландия, Румыния и Сербия). Однако не очевидно, что таргетирование инфляции сделало эти страны более чувствительными к кризисам, как и то, что спад в этих странах был более сильным, чем в сопоставимых странах с другими режимами политики.

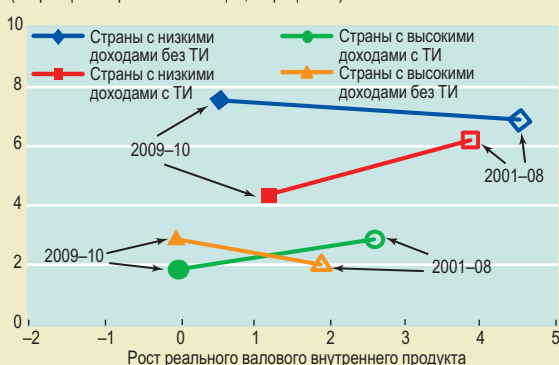
Макроэкономические прогнозы показывают, что страны с таргетированием инфляции, возможно, в меньшей степени пострадали от финансового кризиса (см. рис. 3). Согласно январскому выпуску *Consensus Forecasts* (Consensus Economics) 2010 года, средние темпы экономического роста всех стран в период 2009–2010 годов, как ожидается, сократятся до значительно более низкого уровня, чем типичные темпы роста в период 2001–2008 годов. Однако среди стран с формирующимся рынком страны без таргетирования инфляции, как ожидается, в целом испытают более сильное понижение темпов, чем страны с таргетированием инфляции, относительно среднего докризисного уровня. Среди стран с высокими доходами ожидается обратное: темпы роста сильнее сократятся среди стран с таргетированием инфляции, чем стран без таргетирования инфляции. Во всех странах с таргетированием инфляции ожидается понижение уровня инфляции. В стра-

Рисунок 3

### Смягчение последствий финансового кризиса

Макроэкономические прогнозы показывают, что страны с таргетированием инфляции в меньшей степени пострадали от глобального экономического кризиса, чем другие страны.

(Инфляция потребительских цен, в процентах)



Источник: Consensus Economics, Consensus Forecasts, January 2010.

Примечание. Незаштрихованные значки относятся к периоду 1991–2000 годов, а заштрихованные значки — к периоду 2001–2009 годов. Прямые линии отображают направление изменений между фактическими показателями и прогнозами для четырех групп стран.



нах без таргетирования инфляции, напротив, как ожидается, инфляция превысит докризисные уровни.

### Будущее таргетирования инфляции

Имеющиеся свидетельства показывают, что таргетирование инфляции успешно применяется в широком диапазоне стран и обстоятельств. В этой связи то беспокойство, которое было выражено рядом крупных центральных банков по поводу недавнего предложения главного экономиста МВФ Оливье Бланшара повысить целевые показатели инфляции, с тем чтобы центральные банки имели большие возможности для снижения процентных ставок в случае сильного экономического спада, указывает на то, что таргетирование инфляции будет продолжено. Однако его основа неизбежно будет видоизменяться в соответствии с тем, как будут извлечены новые уроки из опыта таргетирования инфляции, в частности, по мере его адаптации к потребностям развивающихся стран. Особо следует выделить два вопроса.

- В случае многих стран с открытой экономикой, которые приняли или рассматривают возможность принятия таргетирования инфляции, ведутся дискуссии о том, какова роль обменного курса в контексте таргетирования инфляции.

- Перед всеми центральными банками, в том числе осуществляющими таргетирование инфляции, встает вопрос о том, как согласовать их обязанности и цели в области денежно-кредитной политики с их обязанностью обеспечивать и поддерживать стабильность финансовой системы.

До сих пор было принято считать, что центральные банки, осуществляющие таргетирование инфляции, должны реагировать на изменения обменного курса только в том случае, если они сказываются на перспективах изменения инфляции и выпуска продукции — например, снижение курса валюты может сделать экспорт более дешевым, что будет стимулировать выпуск продукции, но в то же время усиливать инфляцию, — а не систематически сдерживать подвижки обменного курса. Однако совсем недавний анализ показывает, что систематическое противодействие определенной динамике обменного курса может быть оправдано в некоторых обстоятельствах. Например, в странах с высоким долгом в иностранной валюте изменения обменного курса будут сильно влиять на финансовый баланс должников. Поэтому уменьшение изменений обменного курса может помочь стабилизировать выпуск продукции и инфляцию (Morón and Winkelried, 2005; и Roger, Restrepo, and Garcia, 2009). Перед разработчиками политики стоит трудная задача, связанная с тем, что они должны следить, чтобы цели в отношении обменного курса оставались подчиненными целям в отношении инфляции и сдерживание изменений обменного курса не подрывало бы доверия к основе таргетирования инфляции.

Глобальный финансовый кризис также заставляет переоценить взаимосвязи между денежно-кредитной политикой и мерами политики, нацеленными на финансовую стабильность. В частности, встает вопрос, аналогичный вопросу о роли обменного курса: должна ли денежно-кредитная политика напрямую реагировать на потенциальные риски для финансовой стабильности — такие как быстрый рост кредитования, цен на имущество или стоимости активов на фондовой бирже — или только в той мере, в какой они сказываются на перспективах изменения инфляции и экономического роста?

Как минимум, кризис указал на необходимость уделять большее внимание взаимодействию реальной экономики товаров и услуг с финансовой экономикой. В базовых макроэкономических моделях, которые используют центральные банки для целей анализа денежно-кредитной политики и составления прогнозов, недостаточно представлены финансовый сектор, порядок определения цен на ключевые активы, например цен на акции и имущество, и взаимодействие между финансовым сектором и секторами домашних хозяйств и корпораций. Не учитывают эти модели и взаимодействия

внутри финансового сектора. Устранение этих недостатков будет нелегким, но необходимым, с тем чтобы финансовые изменения могли быть более полно интегрированы в анализ политики и составление прогнозов.

Ключевой вопрос состоит в том, должны ли центральные банки использовать денежно-кредитную политику в дополнение к мерам пруденциальной политики и напрямую и систематически реагировать на показатели финансовой стабильности, такие как цены на жилье. Как и в случае с реакцией на изменения обменного курса, это может быть полезно в некоторых случаях, но не во всех, а поскольку перед центральным банком встанут дополнительные задачи, это может подрывать доверие к его приверженности целям по инфляции. Эта область нуждается в изучении, и, в частности, необходимо определить, какие финансовые показатели следует принимать во внимание и как центральный банк должен реагировать на них.

Другой возможный вариант заключается в том, чтобы расширить горизонт таргетирования инфляции, с тем чтобы можно было учитывать долгосрочные инфляционные риски, связанные с циклами цен на активы (Borio and Lowe, 2002). Преимущество этого подхода состоит в том, что он является менее механическим, чем прямое реагирование на цены на активы или другие показатели финансовой стабильности. Тем не менее, существуют практические трудности. В частности, для удлинения горизонта прогнозирования необходимо также улучшить возможности центральных банков по составлению средне- и долгосрочных прогнозов. Кроме того, встанут вопросы, связанные с выбором времени для принятия мер против резкого вздувания цен на активы (Bean, 2004). Необходимо будет также усилить информирование общественности о политике центрального банка, с тем чтобы обеспечить дальнейшее доверие его долгосрочной приверженности низкой и стабильной инфляции. ■

Скотт Роджер — старший экономист в Департаменте денежно-кредитных систем и рынков капитала МВФ.

#### Литература:

- Bean, Charles, 2004, "Asset Prices, Financial Instability, and Monetary Policy," *American Economic Review*, Vol. 94, No. 2, pp. 14–18.
- Borio, Claudio, and Philip Lowe, 2002, "Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus," *BIS Working Paper 114* (Basel: Bank for International Settlements).
- Consensus Economics, 2010, *Consensus Forecasts* (January).
- Habermeier, Karl, and others, 2009, "Inflation Pressures and Monetary Policy Options in Emerging and Developing Countries: A Cross Regional Perspective," *IMF Working Paper 09/1* (Washington: International Monetary Fund).
- Heenan, Geoffrey, Marcel Peter, and Scott Roger, 2006, "Implementing Inflation Targeting: Institutional Arrangements, Target Design, and Communication," *IMF Working Paper 06/278* (Washington: International Monetary Fund).
- International Monetary Fund (IMF), 2005, *World Economic Outlook* (Washington, September).
- Mishkin, Frederic, 2004, "Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries?" *NBER Working Paper 10646* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Morón, Eduardo, and Diego Winkelried, 2005, "Monetary Policy Rules for Financially Vulnerable Economies," *Journal of Development Economics*, Vol. 76, No. 1, pp. 23–51.
- Roger, Scott, Jorge Restrepo, and Carlos Garcia, 2009, "Hybrid Inflation Targeting Regimes," *IMF Working Paper 09/234* (Washington: International Monetary Fund).



# Уроки прошлого

Страны Совета по сотрудничеству стран Персидского залива встретили глобальный финансовый кризис, находясь на прочных позициях

Строительство небоскребов в Дубае.

## Мэй Камис и Абделхак Сенгаджи

**С**ТРАНАМ Аравийского полуострова знакомы капризы нефтяных рынков. В 1970-х годах, когда отмечался длительный период высоких цен на нефть, в страны, входящие в Совет по сотрудничеству стран Персидского залива (ССЗ), хлынул приток нефтяных доходов, который привел к высоким уровням государственных расходов, а последующее падение цен заставило эти страны столкнуться с жесткой реальностью тяжелой бюджетной ситуации.

Во время последнего кризиса цены на нефть стремительно упали с пикового уровня в 144 доллара за баррель в середине 2008 года до 34 долларов в декабре того же года, что в значительной мере объяснялось падением спроса во всем мире. Однако на этот раз шесть стран, входящих в ССЗ (см. вставку), в период нефтяного бума 2003–2008 годов сохраняли значительную долю своих нефтяных доходов, увеличив резервы и сформировав огромные суверенные фонды накопления богатства. Государства осмотрительно расходовали средства, инвестируя в материальную инфраструктуру и человеческий капитал. Некоторые из стран погашали свой долг (см. рис. 1). Например, Саудовская

Аравия к концу 2008 года сократила свою задолженность до 13 процентов ВВП, в то время как десять лет назад она составляла более 100 процентов ВВП.

Благодаря этому правительства ССЗ оказались в состоянии сдерживать напор самого тяжелого глобального экономического кризиса за много десятилетий, но при этом недавние потрясения выявили некоторые уязвимые места финансового сектора в регионе.

### Возникновение дисбалансов

Бум цен на нефть привел к крупным профицитам бюджета и внешних счетов стран ССЗ. Эти профициты создали бюджетный потенциал, необходимый, по крайней мере в течение некоторого времени, для решения двуединой задачи региона — содействия экономической диверсификации и сокращения безра-

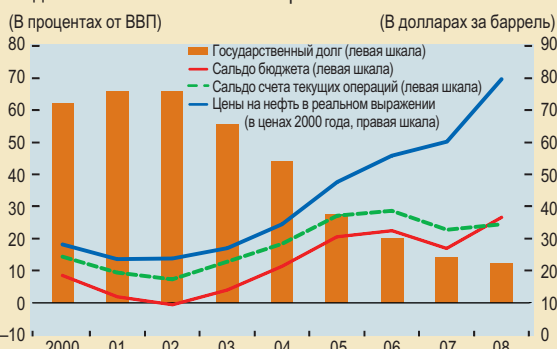
### Совет по сотрудничеству стран Персидского залива

Совет по сотрудничеству стран Персидского залива (ССЗ) был создан в 1981 году Бахрейном, Катаром, Кувейтом, Объединенными Арабскими Эмиратами, Оманом и Саудовской Аравией для углубления своей экономической и финансовой интеграции. Совокупное население этих стран — включая постоянно проживающих в них иностранцев — оценивается примерно в 38 млн человек, а ВВП составлял в 2008 году 1,1 трлн долларов. На нефть приходится примерно 50 процентов ВВП региона и 80 процентов его бюджетных доходов и доходов от экспорта. Регион играет ключевую роль на нефтяных рынках, поскольку на него приходится приблизительно 50 процентов производства нефти Организации стран-экспортеров нефти (ОПЕК) и 70 процентов свободного производственного потенциала ОПЕК, причем 58 процентов — только на Саудовскую Аравию. Валюты всех стран ССЗ, кроме Кувейта, привязаны к доллару США. В этом регионе были созданы некоторые из первых и крупнейших суверенных фондов накопления богатства с активами под их управлением, оценивавшимися на конец 2008 года в сумму от 600 млрд до 1 триллиона долларов, не считая более 500 миллиардов долларов в составе официальных резервов.

Рис. 1

### Положительное влияние периода высоких цен

Бум цен на нефть в период с 2003 по 2008 год укрепил бюджеты и внешние балансы стран ССЗ.



Источник: национальные официальные органы и оценки персонала МВФ.

ботицы при одновременном сохранении нефтяного богатства для будущих поколений.

Однако этот бум также привел к возникновению внутренних дисбалансов, которые начали проявляться с возникновением глобального недостатка кредитных ресурсов — избытие ликвидных средств способствовало росту кредита, инфляции и повышению цен на активы в условиях, когда имелись лишь ограниченные инструменты для противодействия этим тенденциям вследствие привязки валют к доллару США. Бум был также связан с более высоким левериджем финансового и корпоративного секторов (см. рис. 2). Балансовые факторы уязвимости начали проявляться с образованием глобального кредитного дефицита, особенно в Объединенных Арабских Эмиратах (ОАЭ), Кувейте и Бахрейне, учитывая их связи с глобальными фондовыми рынками, растущую зависимость от внешнего кредитования и открытые кредитные позиции по отношению к недвижимости и строительству (см. рис. 3).

## Оперативная реакция

Когда закрепились глобальная тенденция сокращения использования кредита и снизились как цены на нефть, так и ее производство, размеры внешних и бюджетных профицитов в ССЗ заметно сократились, спреды по свопам кредитного дефолта (СКД) расширились, а фондовый рынок и рынок недвижимости обрушились (см. таблицу). Рынок недвижимости в ОАЭ оказался под тяжелым ударом — месячная стоимость операций с недвижимостью к ноябрю 2009 года упала до лишь 250 миллионов долларов с пикового уровня в почти 3 млрд долларов в мае 2008 года. Сузилось финансирование финансового и корпоративного секторов: из находившихся в работе проектов на сумму, оценивавшуюся в 2,5 трлн долларов на конец 2008 года, к концу 2009 года были приостановлены работы примерно на 575 млрд долларов.

Тем не менее, банки показывали прибыль и оставались в состоянии переносить убытки, главным образом благодаря тому, что в большинстве стран в преддверии кризиса отмечались высокие коэффициенты достаточности капитала. Несколько небанковских финансовых учреждений и коммерческих групп оказались в состоянии дефолта, но это не вызвало системных последствий, отчасти благодаря тому, что правительства предприняли оперативные меры по обеспечению стабильности.

Для компенсации потрясений правительства использовали свои крупные международные резервы для поддержания высокого уровня расходов и проведения чрезвычайных финансо-

вых мер. Помимо вливаний ликвидности центральными банками и правительствами, в Кувейте, Саудовской Аравии и ОАЭ были предоставлены гарантии депозитов. Кроме того, в Катаре и ОАЭ были произведены вливания капитала в размере, доходившем, соответственно, до 2 и 7,3 процентов ВВП. В Кувейте был принят закон о финансовой стабильности, предоставивший существенные гарантии финансовому сектору и предусматривавший создание фондов стабилизации фондового рынка в размере до 3,0 процента ВВП через различные государственные учреждения. В Катаре правительство выкупило доли в капитале банков

## Откат вследствие кризиса

Во время глобального спада финансовые рынки требовали более высоких премий за риск по суверенному долгу и фондовым инструментам стран ССЗ, а цены на недвижимость в странах Персидского залива упали.

	Спреды СКД (базисные пункты)			Изменение индексов фондового рынка (проценты)	
	Минимальный уровень за период	Максимальный уровень за период	Максимальный подъем за период	Изменение за период	Максимальный спад за период
Влияние кризиса до событий в Дубае <sup>1</sup>					
Бахрейн	92	716	624	79	-50
Кувейт	н.п.	н.п.	н.п.	н.п.	-59
Оман	252	483	231	274	-65
Катар	43	379	335	49	-66
Саудовская Аравия	30	333	303	74	-58
Дубай	114	944	830	200	-75
Абу-Даби	42	446	404	55	-58
Влияние событий в Дубае <sup>2</sup>					
Бахрейн	172	260	88	6	-2
Кувейт	н.п.	н.п.	н.п.	н.п.	-2
Оман	275	277	3	-30	-7
Катар	94	120	26	-1	-9
Саудовская Аравия	74	107	34	9	-5
Дубай	317	634	316	123	-27
Абу-Даби	100	175	75	38	-15

Источник: Markit, Bloomberg, оценки персонала МВФ.

Примечание. Свод кредитного дефолта (СКД) — это производный контракт, обещающий выплату в случае оговоренного связанного с кредитом события, такого как дефолт. Он аналогичен страховому полису. Свод СКД представляет собой разность в базисных пунктах (базисный пункт равен 1/100 процентного пункта) между контрольной ставкой (например, по казначейским ценным бумагам США) и ставкой по СКД. По существу, свод представляет собой страховую премию, и по мере роста ощущаемого риска растут и премии (спреды).

<sup>1</sup> С 1 июня 2008 года по 22 ноября 2009 года.

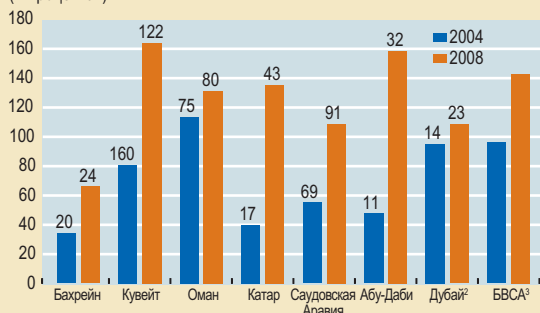
<sup>2</sup> С 23 ноября 2009 года по 21 января 2010 года.

Рис. 2

## Стремительное увеличение займов

За период между 2004-м и 2008 годом отношение долга к капиталу у некоторых компаний в ССЗ более чем удвоилось.

(В процентах)



Источники: Zawaia; оценки персонала МВФ.

Примечание. Цифры на графиках означают количество компаний.

<sup>1</sup> Отношение для Дубая не включает не зарегистрированные на бирже связанные с государством образования (СГО). Зарегистрированные на бирже СГО, включенные в расчет отношения, представлены DP World, Dubai Financial, Emaar и Tamweel.

<sup>2</sup> БВСА — Ближний Восток и Северная Африка. Нет данных о количестве компаний.

Рис. 3

## Увеличение факторов уязвимости банков

Крупные внешние займы и открытые кредитные позиции по отношению к недвижимости и строительству способствовали ослаблению балансов банков в некоторых странах Персидского залива.

(В процентах от совокупного объема обязательств)



Источники: Zawaia; оценки персонала МВФ.

<sup>1</sup> Внешние обязательства банков на пиковом уровне в 2008 году относительно совокупного объема обязательств. По Бахрейну нет данных.

<sup>2</sup> Относительно совокупного объема кредитования, 2008 год.



и активы в форме недвижимости на сумму до 6 процентов ВВП. В рамках плана инвестиций на сумму в 400 млрд долларов на пять лет в Саудовской Аравии был реализован пакет стимулов, который был самым крупным (в процентах от ВВП) из всех подобных пакетов в любой из стран так называемой Группы 20-ти стран с развитой и формирующейся экономикой. Эти меры способствовали стабилизации финансовых систем и поддержанию роста в ССЗ, оказали положительное побочное влияние на соседние страны и внесли свой вклад в оживление спроса на глобальном уровне.

### Сокращение кредита наносит удар по Дубаю

По всем признакам регион переносит кризис достаточно хорошо. Однако давление на квазигосударственные образования с высоким отношением заемных средств к капиталу в Дубае достигло кульминации в ноябре 2009 года, когда государственная холдинговая компания Dubai World объявила о своем обращении с просьбой о приостановке платежей по долгу, иными словами, приступила к переговорам о соглашении со своими кредиторами об изменении исходных условий кредитов, чтобы избежать возбуждения дел о конфискации заложенного имущества за неплатежи по долгам.

Такая ситуация стала следствием ряда событий: в 2004–2008 годах связанные с государством образования в Дубае активно привлекали займы на финансирование принципиального подъема коммерческой и жилищной недвижимости. Существенное повышение левериджа привело к необоснованному вздутию цен на рынке недвижимости, и этот пузырь лопнул в середине 2008 года.

Правительство Абу-Даби — крупнейшего из семи эмиратов, которому принадлежит более 95 процентов нефтяных запасов ОАЭ, — пришло на помощь Дубаю, предоставив 14 декабря ссуду на покрытие части долговых обязательств Дубая, в том числе примерно 4,2 млрд долларов в форме исламских облигаций (сукук) его дочернего предприятия в области недвижимости Nakheel, срок погашения которых наступал на эту дату. Это вмешательство способствовало успокоению рынков, однако неопределенность сохраняется, пока правительство Дубая разрабатывает стратегию перевода своего корпоративного сектора устойчивый путь развития.

В результате такого развития событий в Дубае вновь образовалось временное давление на фондовые рынки региона, и повысились спреды СКД по инструментам государства и коммерческих образований Дубая. (Спреды СКД для остальной части региона оставались практически без изменений.) Проблемы Дубая, однако, могут сказаться на регионе по другим направлениям. Например, на рынках могут установиться менее оптимистические настроения в отношении квазисуверенного и частного риска, что может повысить стоимость заимствований и уменьшить доступ к международным рынкам капитала для некоторых образований из ССЗ.

### Перспективы

Хотя краткосрочные экономические перспективы ССЗ оказываются под негативным влиянием глобального кризиса и недавних событий в Дубае, среднесрочные перспективы региона остаются в целом позитивными и поддерживаются растущими ценами на биржевые товары. По оценкам, рост ВВП, не связанного с нефтью, составил в 2009 году примерно 2,8 процента, а в 2010 году ожидается более активное возобновление общего роста, чем в странах с развитой экономикой.

Тем не менее, от директивных органов ССЗ требуется провести еще более значительную работу. Первым приоритетом является упорядочение банковских балансов (то есть дальнейшее непосредственное признание убытков и немедленная рекапитализация банков) и реструктуризация небанковского сектора в некоторых странах. Стресс-тестирование и проведение периодической оценки качества активов банков будет способствовать определению того, является ли достаточным уровень поддержки капитала. Во всех возможных случаях рекапитализация

должна быть основана на инвестициях частного сектора для минимизации морального риска, а официальные органы должны прекратить вливания средств государственного сектора, как только позволит ситуация на рынке.

Официальным органам также следует способствовать реструктуризации небанковских организаций, особенно в Кувейте и ОАЭ, за счет поддержки имеющих системную значимость и жизнеспособных образований, одновременно обеспечивая не вызывающий потрясений выход с рынка нежизнеспособных компаний. Четкое информирование общественности официальными органами будет способствовать проведению таких мер, уменьшит неопределенность ситуации для инвесторов и уменьшит спекуляции и изменчивость на рынке.

В среднесрочной перспективе огромное значение будет иметь повышение качества корпоративного управления и прозрачности, учитывая уменьшение склонности кредиторов к риску, которое заставляет конгломераты и связанные с государством образования в ССЗ добиваться лучших результатов в области раскрытия информации.

Официальным органам региона следует также рассмотреть вопрос о том, чтобы добиться следующего:

- проводить налогово-бюджетную политику, поддерживаемую надлежащим набором макропруденциальных инструментов и направленную на сдерживание влияния нефтяного цикла на экономику, учитывая ограниченные возможности денежно-кредитной политики вследствие привязки валют к доллару США;
- создать нормативы, способствующие формированию в течение всего делового цикла надежных резервов на покрытие возможных убытков по ссудам, — как это было сделано в Саудовской Аравии, которая уже начала проведение антициклической политики в области формирования резервных фондов — и буферных запасов капитала;
- активно обеспечивать выполнение норм обязательных резервов и пруденциальных лимитов, установленных для банков, чтобы препятствовать любому возобновлению притока спекулятивных средств и давлению в сторону перегрева экономики;
- использовать налог на прирост стоимости капитала в операциях с недвижимостью и фондовыми инструментами;
- избегать чрезмерного левериджа в корпоративном секторе и отслеживать риск вторичных эффектов со стороны офшорных финансовых центров;
- развивать местные и региональные рынки долговых инструментов для диверсификации каналов финансирования и уменьшения доминирования в них банков.

Для достижения более долгосрочной задачи диверсификации экономики своих стран правительствам ССЗ следует сосредоточить внимание на создании более благоприятных условий для деятельности частного сектора. Для достижения этой цели ключевой мерой является устранение бюрократических препятствий. Диверсификация же не только создаст рабочие места, но и будет способствовать достижению регионом своей фундаментальной цели, заключающейся в уменьшении зависимости от нефти. ■

*Мэй Камис — заместитель начальника отдела, а Абделхак Сенгаджи — начальник отдела в Департаменте стран Ближнего Востока и Центральной Азии МВФ.*

**Обзор МВФ**

Посетите «Обзор  
МВФ онлайн»

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

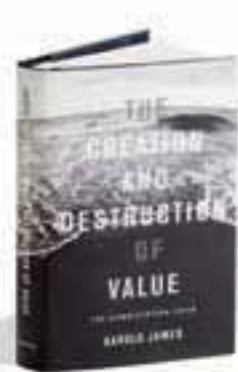
## Кассандра вещает вновь

Harold James

### The Creation and Destruction of Value

#### The Globalization Cycle

Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts and London, 2009, 484 pp., \$35 (cloth).



Харолд Джеймс — Кассандра глобального капитализма. В своей книге «Конец глобализации», вышедшей в 2001 году, он подробно рассказывает, как и почему каждая историческая попытка глобализации торговли и финансов с XVI до XX века в конечном счете заканчивалась неудачей. Глобализация повышала благосостояние мира, но многие группы страдали или оказывались под угрозой из-за нее, а для тех, кто выигрывал, отрицательные последствия были чрезмерными. Очевидный вывод состоял в том, что великая глобализация 1980-х и 1990-х годов также обречена на крах.

Как и Кассандра, известная нам по творчеству Эсхилла, Джеймс был прав, — и оказался проигнорированным. Во время взрывообразного роста финансовых потоков в 1990-е годы и первые годы нового тысячелетия выгоды от этого роста разделялись не так широко, как могли бы, и возникали и усиливались резкие диспропорции в доходах. Из-за крайне неадекватного регулирования крупных финансовых организаций масштабы принятия риска вышли из-под контроля без какой-либо своевременной или эффективной ответной реакции. Оказавшееся на уровне правительств сопротивление тому, чтобы допустить какую-либо связь между расширением торговли и финансов и защитой трудовых стандартов или окружающей среды, или же тому, чтобы ускорить эффективное открытие рынков промышленно развитых стран для импорта из бедных стран, вызывало яростную ответную реакцию против глобализации. Тем не менее, силы прогресса продолжали действовать неустанно. Что могло остановить ничем не стесненные глобальные финансы от продолжающегося расширения? Ваш покорный слуга-рецензент был не единственным, кто заключил, что современная «международная финансовая архитектура... оказалась способной адаптироваться к резким и частой быстрым изменениям в глобальной экономике» (Boughton, 2002). В свете финансового обвала 2007–2008 годов

и экономического краха 2008–2009 годов оптимизм представляется менее убедительным.

В этой новой книге Джеймс не стремится похвастаться своим предвидением. Его амбиции куда шире: взять концепцию Йозефа Шумпетера о «созидательном разрушении» — основной движущей силе капитализма — и вывернуть ее наизнанку, чтобы объяснить, почему глобализация всегда терпит неудачу. Вывод Шумпетера состоял в том, что экономический прогресс происходит благодаря «индустриальной мутации»,... которая непрерывно революционизирует структуру экономики изнутри, непрерывно уничтожая старую и непрерывно создавая новую» (Schumpeter, 1950 — выделено, как в оригинале). Вывод Джеймса — созидательное разрушение подрывает те самые ценности, от которых зависит прогресс. Инновации и рост зависят от финансирования, которое неизбежно и периодически «взрывается», что приводит к финансовому кризису и экономическому краху. В это время «банки, фирмы и даже люди больше не доверяют друг другу... так как монетарные и идеальные ценности поколеблены».

Джеймс разрабатывает эту тему в шести небольших главах. Во-первых, он кратко излагает исторические аргументы, проработанные им более подробно в более ранней книге, относительно постоянного «цикла глобализации», который в последнее время проявился в крахе двух последних лет. Во-вторых, он утверждает, что наша «Великая рецессия» имеет общие черты с Великой депрессией 1930-х годов, но ее корни больше напоминают 1931 год (глобальная цепная реакция), чем 1929 год (иррациональные финансовые рынки). В-третьих, он подробнейшим образом рассказывает о том, как началась эта рецессия, заостряя внимание на двух «уикендах, которые вошли в историю» в 2008 году: спасение Bear Stearns в марте и решение не спасать Lehman Brothers в сентябре. Последнее решение имело цель продемонстрировать, что экстренная помощь — не неизбежное явление. Результатом было полное уничтожение уверенности в финансовой стабильности и доверия к финансовым организациям и рынкам.

В четвертой главе Джеймс обращается к решениям и приходит к противоречивому выводу о том, что изменение регулирования финансов не является выходом из положения. Хотя «традиционная ответная реакция на финансовые нарушения — это потребность в большем регулировании, ... лучшие решения... всегда парадоксальным образом заключались в дальнейших технических изменениях». В частности, он верит в «прозрачность и распространение финансовых знаний», которые позволят нам быть хозяевами, а не рабами глобальных финансов.

В равной мере противоречива глава 5, где утверждается, среди прочего, что атака на доллар США, которую, по всей вероятности, рано или поздно предпримет Китай, «не является столь отдаленной перспективой, как это может показаться». Хотя преобладающая точка зрения, бытующая среди макроэкономистов, состоит в том, что Китай, как и весь мир, заинтересован в стабильном долларе и стабильной системе, Джеймс напоминает нам, что благоприятные экономические сценарии не всегда определяют ход истории.

Прекрасная эрудиция Джеймса и его опыт как ведущего историка финансов своего поколения наиболее четко проявляются в заключительной главе «Неопределенность ценностей», где он приводит убедительные аргументы о связи между уничтожением монетарных ценностей и подрывом идеалов, веры и доверия. «Действительно, крах корпоративной этики разрушил модель финансовой глобализации».

О чем же предостерегает нас Кассандра на этот раз? Чтобы начать сначала, мы должны, прежде всего, восстановить доверие и отыскать «сообщества добродетели». Найти их будет нелегко, и на это уйдет время, а когда мы достигнем успеха в этом, награда будет только в том, чтобы еще раз возобновить цикл глобализации.

Джеймс Ботон,  
историк МВФ

#### Литература:

Boughton, James M., 2002, "Review" of James (2001), The International History Review, Vol. 24, No. 4, pp. 923–25.

James, Harold, 2001, The End of Globalization: Lessons from the Great Depression (Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press).

Schumpeter, Joseph A., 1950, Capitalism, Socialism, and Democracy (New York: Harper, 3rd ed.).

## Уже не страны «с развитой экономикой»

Carmen M. Reinhart  
and Kenneth S. Rogoff

### This Time Is Different

#### Eight Centuries of Financial Folly

Princeton University Press,  
Princeton and Oxford, 2009,  
463 pp., \$35 (cloth).



В 2005 году в докладе Банка международных расчетов сухо отмечалось: «Растущий внутренний и международный долг создал условия для глобального экономического и финансового кризисов». Годом позже Энн Петтифор предсказывала в своей работе «Предстоящий первый мировой долговой кризис» (*The Coming First World Debt Crisis*), что «страны так называемого «первого мира» будут обременены столь же высокими уровнями долга, которые вызывали такой хаос в странах так называемого «третьего мира» с 1980-х годов».

В океане иррационального изобилия, забвения истории и широко распространенной жадности эти и многие другие одинокие голоса были правы — о чем мир узнал, заплатив за это высокую цену.

В течение большей части прошлого десятилетия Кармен Рейнхарт и Кеннет Рогофф занимались изучением суверенных дефолтов. Они собрали чрезвычайно большое количество данных, охватывающих восемь десятилетий и относящихся к банковским кризисам, дефолтам по внутреннему и внешнему долгу, крахам валютных курсов и инфляции в 66 странах. Рейнхарт и Рогофф представляют отрезвляющее напоминание о том, что финансовые кризисы — периодическое явление, вызываемое в немалой степени соблазнительным синдромом «теперь все по-другому» — распространенным представлением о том, что для нас, здесь и сейчас старые законы экономической динамики уже не действуют. В представленной ими грандиозной количественной истории финансовых кризисов проводятся широкие параллели между финансовыми кризисами по различным временам и континентам; а также между инфляцией внутреннего долга, снижением стоимости валюты и дефолтами по внешнему долгу. Эти дефолты редко представляют собой бинарное явление: широко распространены частичные и продолжительные дефолты. Даже несмотря

на то, что инструменты могли измениться, правительства редко погашают свои долговые обязательства полностью. Большинство «крупных сокращений внешнего долга среди стран с формирующимся рынком достигались путем реструктуризации или дефолта».

Создав типологию финансовых кризисов, авторы обращают свое внимание к кризисам суверенно-

го внешнего долга. Они разъясняют базовую экономическую теорию суверенного долга и выделяют черты, которые отличают суверенный долг от корпоративного. Говорится, что дипломатия с позиции силы не выдерживает тест эффективности затрат. Но нигде не упоминается о том, что в рамках международного права меры принудительного взыскания также являются незаконными.

Рейнхарт и Рогофф определяют внешний долг как «совокупные обязательства страны перед иностранными кредиторами». Внешним долгом называются «все долговые обязательства правительства, которые принимаются в рамках национальной юрисдикции и подчиняются ей, независимо от национальности кредитора и номинала валюты долга». Согласно этим определениям, суверенная облигация, выпущенная внутри страны и представляющая собой обязательство перед иностранным кредитором, будет считаться как внешним, так и внутренним долгом. Это пересечение иллюстрирует все более зыбкую границу между внешним и внутренним долгом и необходимость в большей четкости определений.

Затем Рейнхарт и Рогофф проливают свет на забытую историю внутреннего долга. Особенно интересны выводы о том, что сдвиг в сторону краткосрочного долга в настоящее время является продуктом «инфляционной усталости» 1970х- и 1980-х годов; внутренние дефолты обычно происходят лишь в более тяжелых макроэкономических условиях, чем внешние дефолты; и страны, имеющие достаточные внутренние сбережения, могут использовать внутренний долг вместо внешнего заимствования. Авторы подчеркивают, что инфляция является одной из форм дефолта по внутреннему долгу де-факто, особенно если эта инфляция сочетается с мерами финансового давления. Они объясняют, почему высокие уровни внутреннего долга могут привести к дефолту при казалось бы экономически приемлемых уровнях внешнего долга.

Они развенчивают широко распространенное представление о том, что экономический рост позволяет странам избежать высоких уровней долга. Для успешного прекращения систематических дефолтов требуется много времени, и доля свернувших с этого пути высока. Банковские кризисы, «угроза равных возможностей» для развивающихся стран и стран с развитой экономикой, происходят с поразительной частотой, особенно в мировых финансовых центрах. А процент повторов даже еще выше. Центральным выводом заключается в том, что современные банковские кризисы увеличивают реальный государственный долг в среднем на 86 процентов — в основном косвенно, в результате сокращения производства и снижения налоговых доходов, — что обычно на порядок превышает стоимостной объем экстренной помощи. «Действительное наследие банковских кризисов — это увеличение государственной задолженности, что было «одной из определяющих характеристик периодов после банковских кризисов на протяжении больше чем целого столетия».

Авторы ставят под сомнение безобидность роста долга США в период перед текущим глобальным экономическим кризисом. Они отмечают, что в 2004–2005 годы США «поглощали более двух из каждых трех» долларов, сберегаемых всеми странами мира, имеющими профицит. История повторилась. И вновь победу одержало представление о том, что США отличались от остального мира: правительству, потребителям и корпорациям этой страны были предоставлены неограниченные возможности заимствовать без ограничений — так, как будто час расплаты никогда не настанет.

Рейнхарт и Рогофф собирают данные, которые указывают на сближающиеся характеристики финансовых кризисов в развивающихся странах и странах с развитой экономикой. Но они отвергают как «преувеличение» логический вывод о том, что страны с развитой экономикой скоро будут неотличимы в финансовом отношении от развивающихся стран. По их мнению, США, остающиеся «высокоразвитым глобальным финансовым центром». В прошлом году Саймон Джонсон убедительно утверждал в журнале *The Atlantic Monthly*, что США опасны близки к стране с формирующимся рынком. Старая классификация, разделяющая страны на страны с развитой экономикой и страны с формирующимся рынком, вряд ли переживет нынешний кризис.

Майкл Уэйбел,  
кандидат наук, научный сотрудник  
Центра международного права  
им. Лаутерпахта,  
Кембриджский университет



## Чрезвычайные меры в отношении крайней бедности

R. Glenn Hubbard and  
William Duggan

### The Aid Trap

#### Hard Truths about Ending Poverty

Columbia University Press, New York, 2009, 198 pp., \$22.95 (cloth).

В книге «Ловушка помощи» (The Aid Trap) авторы Р. Гленн Хаббард и Уильям Дагган из бизнес-школы Колумбийского университета выдвигают радикальное решение задачи ликвидации крайней нищеты. Авторы считают, что бедные остаются бедными по вине существующих систем помощи на цели развития и некоммерческого сектора в странах с формирующимся рынком и что единственным экономически приемлемым средством искоренения крайней нищеты является процветающий коммерческий сектор.

Традиционно считается, что помощь развивающимся странам принимает одну из двух форм: «сверху вниз» и «снизу вверх». Авторы «Ловушки помощи» находят недостатки у обоих подходов. Помощь «сверху вниз» часто предоставляется правительствам и перенаправляется на другие цели коррумпированными лидерами и бюрократами.

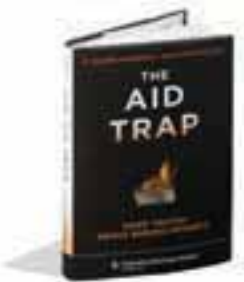
Помощь «снизу вверх» вытесняет рыночные фирмы, предоставляя бесплатные, но ненадежные услуги, которые создают зависимость. Авторы упоминают Цели развития Декларации тысячелетия и связанные с ними «проекты развития деревень» как популярное в настоящее время, но в конечном счете обреченное на неудачу увлечение распределением помощи по принципу «снизу вверх».

Авторы высоко оценивают способствующий развитию бизнеса и исключительно популярный бум микрокредитования; однако даже микрокредиты, считают они, имеют ограничения. Микрофирмы, как правило, остаются микроэкономическими, нередко из-за того, что их рост сдерживается правительствами, которые опасаются, что экономические успехи, достигнутые благодаря коммерческому сектору, приведут к прекращению иностранной помощи.

Хаббард и Дагган предлагают альтернативный подход, основанный на Плане Маршалла, который успешно возродил разрушенный коммерческий сектор в Западной Европе после Второй мировой войны. Предложенный Хаббардом и Дагганом современный План Маршалла для развивающихся стран предусматривает предоставление кредитов фирмам в странах, правительства которых согласны реформировать полити-

ку, притесняющую бизнес. Эти кредиты будут выплачиваться местным органам управления, которые будут реинвестировать их в инфраструктуру, что окажет дополнительную поддержку развитию бизнеса. Рост коммерческого сектора принесет налоги на доходы, необходимые для финансирования важнейших социальных услуг, таких как здравоохранение и образование.

Авторы по праву называют свой план «сильнодействующим средством» как для развивающихся, так и для богатых стран. Развивающимся странам придется согласиться с этим предложением или отказаться от какой бы то ни было поддержки, за исключением базовой гуманитарной помощи. Богатым странам придется принять меры политики, поддерживающие свободную и справедливую торговлю, что может привести, например, к отмене субсидий для некоторых фермеров США, производящих избыточную продукцию, которая направляется в бедные страны в качестве продовольственной помощи.



В краткосрочном плане местным фирмам отдается предпочтение по сравнению с более сильными иностранными фирмами. Однако в конечном счете в бедных странах сформируется процветающий коммерческий сектор, что позволит когда-то более сильным иностранным фирмам вернуться на свои рынки.

Теоретически этот план работает. Но вот в чем загвоздка: ни один план, который требует хотя бы и краткосрочных, но широкомасштабных жертв как от богатых, так и от бедных стран, скорее всего, никогда не будет реализован на практике в чистом виде.

Авторы начинают книгу с описания текущего мирового экономического кризиса как примера того, что коммерческий сектор способен восстановить экономическую стабильность. «Мы видим, что преуспевающие страны во всем мире сходятся во мнении о том, что источником их благополучия является процветающий коммерческий сектор. Они знают, что их отечественные фирмы — единственная надежда на то, чтобы иметь достаточное количество хорошо оплачиваемых рабочих мест

для большинства населения в будущем. Эти страны предпринимают широкомасштабные государственные меры не для того, чтобы заменить коммерческий сектор, а с целью его оживления».

Проблема со ссылкой на недавние события в глобальной экономике в качестве доказательства того, что бизнес может ликвидировать бедность, заключается в непризнании того факта, что коммерческий сектор также вызвал текущий экономический кризис, который привел к уничтожению миллионов рабочих мест во всем мире.

Нет, бизнес — не панацея. Равно как и проекты развития деревень «снизу вверх». Разумеется, помощь «сверху вниз», которая оседает в карманах немногих, вместо того чтобы создавать возможности для широких масс, — не решение проблемы.

В конечном счете решение является таким же сложным, как и общество и само человечество. Конец крайней нищеты наступит тогда, когда большое число отдельных граждан во всем мире, которые стремятся и требуют покончить с негуманностью крайней нищеты, достигнут пресловутого переломного момента. Тогда и только тогда меры в отношении крайней нищеты будут приниматься на широкой основе и с использованием многостороннего подхода, который соответствует специфическим потребностям отдельных развивающихся стран, деревень и даже семей.

Ни один грандиозный план не позволит ликвидировать бедность. Это будет происходить неравномерно, скачками и урывками в течение достаточно долгого времени. Он будет напоминать отдельные части Плана Маршалла, Целей развития декларации тысячелетия и помощи «сверху вниз» и «снизу вверх», и все эти части будут вносить важный вклад в решение проблемы: политика, благоприятствующая бизнесу, всеобщий доступ к образованию и здравоохранению, массовое распределение гуманитарной помощи и предотвращение и лечение свирепствующих болезней, а также микропредприятия, которые смогут беспрепятственно расти и расширяться на открытом, благоприятном для бизнеса рынке.

И все же я восхищаюсь смелостью Хаббарда и Даггана. Они осмеливаются взглянуть на серьезнейшую проблему общества — крайнюю нищету — и создать реальную модель для перемен. Это — громадный вклад в решение проблемы.

Венди Смит,

Автор книги "Give a Little: How Your Small Donations Can Transform Our World"

## Честная игра

Simon Kuper and  
Stefan Szymanski

### Soccernomics

Nation Books, New York, 2009,  
336 pp., \$14.95 (paper).



Готовитесь ли вы к Чемпионату мира по футболу, который состоится в Южной Африке этим летом? Знаете ли вы, что доход страны, ее численность населения и футбольный опыт являются основными детерминантами успешного прохождения командой первого раунда Кубка мира? Не спешите проверять, какое положение занимает ваша любимая национальная команда. Эти три фактора объясняют лишь 25 процентов дисперсии различий в числе забитых голов; остающиеся 75 процентов представляют собой не поддающийся объяснению случайный «шум» или чистую удачу — и все это благодаря возможностям эконометрики.

Этот и многие другие удивительные факты из области футбола обсуждаются в книге «Футболономика» (Soccernomics), написанной журналистом из Financial Times Саймоном Купером и одним из ведущих специалистов по экономике спорта Стефаном Зимански. В своей очень хорошо написанной и занимательной книге о самом популярном виде спорта в мире они переплетают экономический анализ с историями, рассказанными отдельными игроками, менеджерами и командами из различных стран мира. Было бы куда интереснее, если бы в базовом университетском курсе экономики теория игр изучалась по числу штрафных ударов, а регрессионный анализ — на примерах из области футбола.

Что общего между крупными финансовыми организациями, такими как Lehman Brothers, и футбольными клубами, и чем они отличаются? И те, и другие подвержены моральному риску (рискованное поведение не штрафуются), так как им обычно предоставляют экстренную помощь. К сожалению, это бывает не всегда — как недавно показал пример Lehman Brothers, — но, что удивительно, футбольные клубы редко исчезают. Да, некоторые клубы могут обанкротиться (например, «Фиорентина», «Лидс Юнайтед»), но, согласно Куперу и Зимански, футбольные клубы относятся к числу наиболее стабильных из всех существующих компаний. Даже те немногие, кото-

рые не получают экстренную финансовую помощь, часто возвращаются под новым названием, с новыми деньгами и теми же болельщиками и вновь быстро продвигаются вверх по рангам в высшую лигу (например, «Фиорентина»). Хотя банки получают огромные прибыли в хорошие времена, футбольные клубы в общем случае неприбыльны. Авторы не выявляют связи между позицией в

лиге и прибылью. И все же интересно, что зарплата футболистов почти полностью объясняет дисперсию позиций в английской премьер-лиге. Но в следующий раз, когда ваша любимая английская команда объявит о многомиллионной «трансфертной сделке», не слишком радуйтесь: впечатляющие трансферты не обязательно взаимосвязаны с позицией, которую данная команда занимает в лиге впоследствии.

Мы также узнаем, что проведение Кубка мира или Кубка Европы сокращает число самоубийств в европейских странах, что Норвегия, очевидно, является самым большим энтузиастом футбола в Европе, что Ирак входит в число стран, имеющих самые лучшие результаты в мировом футболе, и что 50 процентов англичан, купивших билеты, не приходят смотреть матчи в следующем сезоне. В то время как клиенты банка обычно остаются верны своему банку, кроме случаев, когда на банк совершается атака, футбольные болельщики, по-видимому, не очень лояльны. Кроме того, проведение крупных спортивных турниров не приносит никакой прибыли или больших экономических выгод, но делает людей более счастливыми — вывод, сделанный влиятельной наукой — экономикой счастья. Поэтому даже несмотря на то, что Южная Африка, скорее всего, останется в убытке в результате предстоящего Кубка мира, этой осенью она может стать более счастливой страной — не говоря уже обо всех остальных участвующих странах Африки, которые могут испытать чувства расширившихся возможностей, гордости и счастья благодаря тому, что Кубок мира проводится в Южной Африке.

В чем состоят отдельные недостатки этой книги? Эмпирические данные по временам уделяют слишком много внимания Англии. Большинство экономистов по своей природе скептики (возможно, за исключением случаев, когда дело касалось рациональных ожиданий или эффективных рынков), поэтому больший объем данных по другим странам, несомненно, помог бы обобщить некоторые выводы. Кроме

того, объяснение причин того, что бедные страны добиваются меньших успехов в спорте — плохое питание, подверженность заболеваниям, отсутствие связей и организационные проблемы, — в целом является убедительным. Но оно не позволяет объяснить, почему страны Африки показывают столь

## Проведение крупных спортивных турниров не приносит никакой прибыли или больших экономических выгод, но делает людей более счастливыми.

высокие результаты в юношеских (до 17 лет) и молодежных (до 20 лет) чемпионатах мира по футболу, проводимых ФИФА. Нигерия имеет самую успешную, помимо Бразилии, юношескую команду, завоевавшую три титула чемпиона, а нынешний чемпион мира в молодежном турнире — Иана.

Один из вопросов к сторонникам глобализации: когда же такие страны, как Индия и Китай, отличатся в мире футбола? Бразилия, одна из их соратниц по группе так называемых стран БРИК (Бразилия, Россия, Индия, Китай), имеет лучшую национальную футбольную команду в мире; другая страна, Россия, два года назад вышла в полуфинал Европейского кубка.

Наконец, одно предостережение любому футбольному менеджеру, располагающему большими средствами, — «не покупайте звезд» Чемпионата мира в Южной Африке. Цены на них обычно завышены. Однако игроки, которым двадцать лет с небольшим, и игроки, чьи личные проблемы вы можете разрешить, обычно недооцениваются.

«Футболономику» настоятельно рекомендуется прочесть не только футбольным болельщикам, но и всем, кому интересно, как инструментальный экономической науки может применяться к чудесному миру футбола.

Хейко Хессе,  
экономист МВФ, бывший  
профессиональный  
футболист, игравший за команду  
«Боруссия Дортмунд»  
и снявшийся в немецких  
документальных фильмах  
Die Champions и готовящемся  
к выходу HalbZeit

# Сокращение долларизации в Латинской Америке



**Латиноамериканские страны придают большую ценность своим национальным валютам**

СТРАНЫ ЛАТИНСКОЙ АМЕРИКИ относятся к числу стран с самым высоким уровнем долларизации в мире. Хотя степень долларизации — то есть использования иностранной валюты вместо национальной — широко различается по странам этого региона, в большинстве случаев отношение валютных депозитов к совокупным банковским депозитам (один из наиболее общих показателей долларизации) в конце 2009 года превышало 30 процентов и иногда было намного больше. В этом отношении Латинская Америка не одинока: другие страны с формирующимся рынком, такие как государства бывшего СССР и страны Юго-Восточной Европы, также демонстрируют высокую степень долларизации в диапазоне от 30 до 70 процентов.

Однако некоторым странам Латинской Америки за последние 10 лет удалось достичь значительного сокращения долларизации, в частности, странам с очень высокой степенью долларизации в 2001 году. Наиболее яркими примерами являются Боливия, Парагвай и Перу, в которых доля валютных депозитов снизилась с 93 до 53 процентов, с 66 до 38 процентов и с 76 до 56 процентов, соответственно. Хотя эта тенденция к снижению в последнее время замедлилась — разрыв связан с глобальным финансовым кризисом, — уровни долларизации в этих странах по-прежнему значительно ниже тех, которые преобладали в 2001 году. Такая тенденция к деолларизации отражает растущее предпочтение держать национальную валюту, что может быть связано с повышением доверия в ре-

## Что такое долларизация?

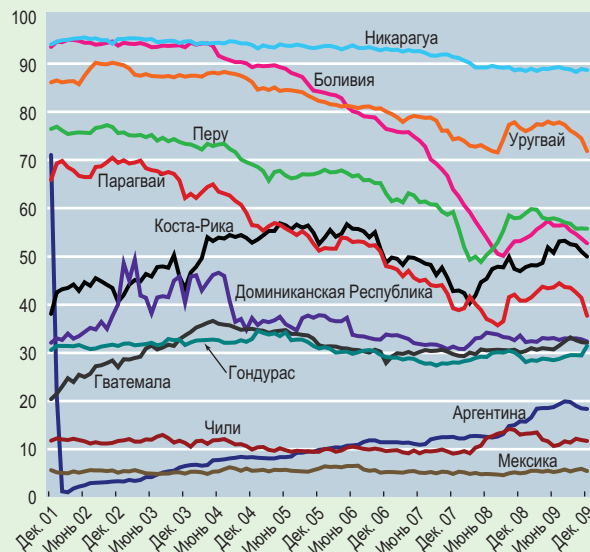
Совместное обращение валют, широко известное также под названием «долларизация», происходит в том случае, когда иностранная валюта, часто доллар США, используется как средство платежа и средство сбережения параллельно с национальной валютой. На степень долларизации экономики могут влиять несколько факторов. Один из факторов — правовая система страны. К примеру, в некоторых странах банкам не разрешается принимать депозиты в иностранной валюте. Наоборот, другие страны приняли, де-юре или де-факто, иностранную валюту в качестве законного средства платежа. Другим фактором является инфляция. Жители стран с высокой и изменчивой инфляцией могут предпочесть использовать иностранную валюту, стоимость которой более стабильна. Дифференциал процентных ставок между инструментами, номинированными в национальной и иностранной валюте, также влияет на предпочтения населения, наряду с ожиданиями в отношении будущих изменений процентных ставок.

зультате ликвидации высокой инфляции и проведения более взвешенной экономической и финансовой политики.

Долларизация не сокращалась устойчиво во всех странах Латинской Америки. В Чили и Мексике она была на относительно низком уровне уже в начале десятилетия и оставалась достаточно стабильной. В Аргентине степень долларизации упала почти до нуля в результате проведения политики «песофикации» в начале десятилетия, но впоследствии повысилась. В ряде стран Центральной Америки степень долларизации больше колебалась в течение десятилетия без четко выраженного тренда.

## За последнее десятилетие степень долларизации в Латинской Америке снизилась

(Процент валютных депозитов в совокупных банковских депозитах)



## Сведения о базе данных

Данные получены из стандартизованных форм отчетности (СФО), в настоящее время используемых 114 странами для представления денежно-кредитных данных Статистическому департаменту МВФ. Единая форма представления СФО странами по инструментам, валютам и секторам позволяет проводить высококачественный межстрановой анализ. Доступ к этим данным можно получить через систему International Financial Statistics Online по адресу: [www.imfstatistics.org/imf](http://www.imfstatistics.org/imf). В этот анализ не включены Бразилия, Венесуэла и Колумбия, где счета в иностранной валюте не разрешены, а также Панама, Сальвадор и Эквадор, в которых существует полная долларизация. Валютными депозитами называются депозиты в отечественной банковской системе, включая депозиты, индексированные по иностранной валюте.

Подготовил Хосе М. Кармас из Статистического департамента МВФ.



МЕЖДУНАРОДНЫЙ ВАЛЮТНЫЙ ФОНД

## *Специальное приглашение*

# Оцените новую электронную библиотеку МВФ



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

Материалы исследований и данные МВФ предоставлены Вам в помощь круглосуточно семь дней в неделю. Электронная библиотека предлагает доступ по заказу к основным публикациям, влиятельным книгам, рабочим документам, исследованиям, данным и статистическим инструментам МВФ.

Используйте электронную библиотеку МВФ в работе Вашей организации при помощи свободного от риска пробного доступа.

### **Бесплатный доступ для организаций**

Мы облегчили для вас проведение оценки библиотеки. Оценка ее ценности и полезности не накладывает на Вас никаких обязательств и не сопряжена с затратами. Если Вы хотите проверить глубину и качество нашей информации при помощи бесплатного пробного доступа для организаций, **просьба обращаться по адресу [alexa.smith@imf.org](mailto:alexa.smith@imf.org) за дополнительной информацией.**

Электронная библиотека **МВФ**

*Там, где сходятся лидерство и информация*

Финансы и развитие, март 2010 года \$8,00



MFIRA2010001