

Аналитическое резюме

Мировая экономика вступает в период значительного спада в условиях самого опасного финансового шока на развитых финансовых рынках с 1930-х годов. Прогнозируется, что мировой рост существенно замедлится в 2008 году, и небольшой подъем начнется лишь позже в 2009 году. Инфляция достигла высокого уровня вследствие быстрого роста цен на биржевые товары, но в дальнейшем ожидается снижение инфляции. Ситуация характеризуется исключительной неопределенностью и сопряжена с существенными рисками снижения темпов роста. Ближайшая задача политики состоит в том, чтобы стабилизировать финансовые условия и при этом помочь странам преодолеть период низкой активности и удерживать инфляцию под контролем.

Мировая экономика испытывает стресс

После нескольких лет активного роста в мировой экономике происходит быстрое снижение темпов роста (главы 1 и 2). Уровень глобальной активности испытывает сильное давление необычайного финансового шока и все еще высоких цен на энергоносители и другие биржевые товары. Многие страны с развитой экономикой близки к рецессии или уже вступают в период рецессии; в странах с формирующимся рынком также происходит снижение темпов роста.

Финансовый кризис, который начался с краха рынка непервоклассных ипотечных кредитов США в августе 2007 года, еще более углубился за последние шесть месяцев и в сентябре вступил в бурную новую фазу. Его воздействие ощущается во всей глобальной финансовой системе, в том числе все в большей степени в странах с формирующимся рынком. Усиливающаяся обеспокоенность относительно платежеспособности фирм привела к принятию экстренных мер по разрешению финансовых проблем ряда крупнейших финансовых учреждений США и Европы и сильно пошатнула уверенность. В ответ органы регулирования США и Европы приняли чрезвычайные меры по стабилизации рынков, включая крупномасштабное предоставление ликвидности, незамедлительное вмешательство с целью санации слабых учреждений, увеличение лимита страхования вкладов и недавно принятое в США законодательство об использовании государственных средств для покупки неблагополучных активов у банков. Вместе с тем, на момент сдачи настоящего доклада в печать ситуация остается очень неопределенной.

В то же время, в результате сочетания быстрого роста цен на продовольствие и топливо, продолжающегося с 2004 года, и ужесточающихся ограничений производственных мощностей инфляция достигла самых высоких уровней за прошедшее десятилетие. Как рассматривается в главе 3, потребительские цены особенно сильно повысились в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах. Это ускорение темпов инфляции объясняется значительным весом продовольствия в потребительских корзинах, все еще весьма высокими темпами экономического роста и менее действенным контролем за инфляционными ожиданиями. Следует отметить, что в странах, принявших режим таргетирования инфляции, ситуация в целом была более благополучной. В странах с развитой

экономикой повышение цен на нефть подняло общий уровень инфляции, но давление на базовую инфляцию, как представляется, остается под контролем.

Ухудшению показателей глобальной экономики в последний период предшествовал длительный период роста, опиравшегося на усиливающуюся интеграцию стран с формирующимся рынком и развивающихся стран в глобальную экономику. Вместе с тем, оглядываясь назад, можно предположить, что либеральная макроэкономическая политика и политика в области регулирования позволили глобальной экономике превысить «ограничение скорости» и могли способствовать нарастанию дисбалансов на финансовых рынках и рынках жилья и биржевых товаров. В то же время, недостатки в функционировании рынков и в экономической политике воспрепятствовали эффективной работе балансирующих механизмов и создали возможности для нарастания стресса на рынках.

Признаков подъема еще не наблюдается, и когда он наступит вероятно, будет постепенным

В предстоящий период финансовые условия, вероятно, будут оставаться очень сложными, что ограничит перспективы мирового роста. В базисных прогнозах предполагается, что меры, принимаемые органами регулирования США и стран Европы, позволят стабилизировать финансовые условия и избежать дальнейших системных сбоев. Тем не менее, даже в случае успешной реализации плана США по выводу неблагополучных активов из банковских балансов, вероятно, еще некоторое время будут сохраняться представления об исключительно высоком уровне контрагентского риска, что будет сдерживать возврат к условиям большей ликвидности на основных финансовых рынках. Кроме того, очень высока вероятность дальнейших убытков по кредитам по мере снижения мировых темпов экономического роста. В этой ситуации способность финансовых учреждений привлекать новый капитал будет оставаться весьма ограниченной. Соответственно, как отмечается в октябрьском выпуске «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности» 2008 года, необходимое сокращение доли заемных средств, вероятно, будет оставаться длительным процессом, из чего следует, что ограничения темпов создания кредита, а также уровней активности, сохранятся, по крайней мере, до конца 2009 года.

Тем не менее, ожидается, что благодаря ряду факторов будет заложена основа для постепенного подъема позднее в 2009 году.

- По прогнозу, цены на биржевые товары стабилизируются, хотя и на самом высоком уровне за 20 лет. Неблагоприятные изменения условий торговли из-за повышения цен на нефть более чем на 50 процентов в 2008 году должны начать сокращаться в 2009 году, что будет способствовать росту потребления в странах-импортерах нефти.
- Ожидается, что в предстоящем году жилищный сектор США наконец достигнет нижней точки спада, что устранит сильный сдерживающий фактор для экономического роста, действующий с 2006 года. Последующая стабилизация цен на жилье должна помочь ограничить убытки финансового сектора, связанные с

ипотекой, а недавнее государственное вмешательство в функционирование двух предприятий, спонсируемых государством, Fannie Mae и Freddie Mac, должно способствовать сохранению доступа жилищного сектора к кредиту. Хотя в других странах с развитой экономикой цикл рынка жилья и соответствующая корректировка, возможно, будут следовать с отставанием, общие последствия финансового кризиса в этих странах будут ощущаться весьма остро.

- Несмотря на снижение оборотов экономического роста в странах формирующимся рынком, все еще ожидается, что эти страны будут фактором устойчивости благодаря быстрому росту производительности и укреплению основ экономической политики. Разумеется, чем дольше будет продолжаться кризис, тем больше вероятность, что он затронет и эти страны.

На этом фоне, базисные прогнозы роста были существенно снижены по сравнению с Бюллетенем ПРМЭ за июль 2008 года. На среднегодовой основе ожидается снижение темпов мирового роста с 5,0 процента в 2007 году до 3,9 процента в 2008 году и 3,0 процента в 2009 году, самого низкого уровня с 2002 года. Страны с развитой экономикой будут переживать рецессию или будут близки к рецессии во второй половине 2008 года и начале 2009 года, а ожидаемый позднее в 2009 году подъем будет носить исключительно постепенный характер по сравнению с прошлыми эпизодами. В большинстве стран с формирующимся рынком и развивающихся стран рост снизится ниже тренда. В области инфляции ожидается, что сочетание роста незадействованных мощностей и стабилизации цен на биржевые товары будет сдерживать темпы повышения цен; в результате в странах с развитой экономикой уровень инфляции вновь опустится ниже 2 процентов в 2009 году. В странах с формирующимся рынком и развивающихся странах инфляция будет снижаться постепенно вследствие продолжающегося отражения недавних повышений цен на биржевые товары в ценах для потребителей. Имеются существенные риски снижения темпов роста, предусмотренных в этом базисном прогнозе. Основной риск сопряжен с двумя взаимосвязанными потенциальными финансовыми проблемами: уровень финансового стресса может оставаться очень высоким, а ограничения доступа к кредиту вследствие сокращения доли заемных средств в балансах могут оказаться более глубокими и продолжительными, чем предусматривается в базисном прогнозе. Кроме того, ухудшение конъюнктуры на рынке США может быть более значительным и более продолжительным, чем прогнозируется, тогда как на европейских рынках жилья может произойти более широкий спад активности. Риски инфляции для экономического роста теперь более сбалансированы, поскольку цены на биржевые товары понизились в результате снижения активности в глобальной экономике. В то же время, потенциальные нарушения потоков капитала и опасность усиления протекционизма создают дополнительные риски для экономического подъема.

Связи между финансовым стрессом и экономическими спадами анализируются в главе 4, где опыт последнего времени сопоставляется с предыдущими эпизодами. Этот анализ указывает на то, что финансовый стресс, берущий свое начало в банковском секторе, как правило, оказывает более негативное воздействие на экономику, чем стресс на фондовых рынках или в валютной сфере, и что это воздействие, возможно, усугубилось в результате перехода к более широкому

использованию принципа независимости сторон в финансовом посредничестве. Представляется, что исходные условия влияют на конечные результаты. Так, относительно здоровые балансы нефинансовых корпораций в США и Западной Европе на начало текущего спада способствуют сохранению устойчивости, но в случае длительного периода финансового стресса эти балансы подвергнутся риску.

В главе 6 выражена обеспокоенность относительно перспектив стран, продолжительное время имеющих значительный дефицит счета текущих операций. Эти проблемы могут стать особенно актуальными, по мере того как в результате глобального сокращения доли заемных средств будет уменьшаться доступ стран с формирующимся рынком к внешнему финансированию. В этом анализе сделана попытка объяснить значительные расхождения в динамике счета текущих операций между странами с формирующимся рынком, и устанавливается связь между значительным дефицитом в европейских странах с формирующимся рынком и либерализацией счета операций с капиталом, финансовыми реформами и возможностями, создаваемыми в результате экономической конвергенции стран Европы. Вместе с тем, продолжительный значительный дефицит может внезапно закончиться — такой риск особенно высок при негибком валютном режиме. Действительно, многие страны, имеющие большой дефицит счета текущих операций, уже подверглись значительно более сильному воздействию потрясений на финансовых рынках по сравнению со странами, имеющими небольшой дефицит счета текущих операций или профицит.

Директивные органы «меж двух огней»

Перед директивными органами во всем мире сегодня стоит чрезвычайно сложная задача: стабилизировать финансовые условия, одновременно поддерживая экономику своих стран в период замедленного роста и сдерживая инфляцию. В текущей ситуации особую значимость обретают многосторонние усилия, в том числе инициативы, призванные преодолеть финансовые потрясения, смягчить ограничения предложения на рынках биржевых товаров и оказать поддержку странам с низкими доходами, обремененным высокими затратами на импорт продовольствия.

Власти стран активно осуществляют меры политики, направленные на стабилизацию финансовых условий. Для выполнения этой сложнейшей задачи потребуются комплексные меры, ориентированные на решение системных проблем: урегулирование неблагоприятных активов, содействие восстановлению банковского капитала и нормализации состояния ликвидности на рынках финансирования; при этом необходимо помнить об интересах налогоплательщиков и соображениях морального риска. Национальные стратегии должны координироваться на международном уровне с целью решения общих проблем и предотвращения негативных трансграничных стимулов.

Инициатива США по покупке активов, связанных с недвижимостью, должна помочь со временем уменьшить давление проблемных активов на банки и тем самым способствовать восстановлению стабильных источников финансирования и уверенности. Вместе с тем, государственные средства, вероятно, потребуются также

для помощи банкам в пополнении их капитальной базы. В Западной Европе для возрождения уверенности теперь необходимо продемонстрировать решительную приверженность согласованным и скоординированным действиям, призванным способствовать своевременному признанию неблагополучных активов и рекапитализации банков. Одна из главных задач состоит в разработке соглашений о сотрудничестве, адаптируемых к широкому кругу ситуаций, в том числе для урегулирования стресса в крупных трансграничных учреждениях и обеспечения согласованности подходов к расширению страхования вкладов.

В странах с развитой экономикой следует ориентировать макроэкономическую политику на поддержку активности, тем самым помогая разорвать негативную обратную связь между условиями в реальном и финансовом секторах, не упуская при этом из виду риски инфляции.

- Быстро снижающаяся активность и увеличивающиеся разрывы между производственной мощностью и выпуском продукции должны способствовать сдерживанию инфляции. Снижающееся инфляционное давление и ухудшающиеся экономические перспективы в некоторых случаях уже создают возможности для смягчения денежно-кредитной политики, в частности в зоне евро и Соединенном Королевстве, где уровень краткосрочных процентных ставок весьма высок.
- В области налогово-бюджетной политики автоматические стабилизаторы играют полезную роль в амортизации шоков для экономической активности, и следует допустить их свободное функционирование, при условии что траектории корректировки не противоречат сохранению долгосрочной устойчивости. Дискреционный бюджетный стимул может обеспечить поддержку экономического роста, в случае если риски снижения темпов роста материализуются, при условии что такой стимул предоставляется своевременно, носит адресный характер и не подрывает устойчивости государственных финансов. В существующих условиях следует использовать имеющееся бюджетное пространство для поддержки стабилизации финансового и жилищного секторов по мере необходимости, а не для предоставления более недифференцированного стимула. Со временем необходимо будет внести компенсирующие корректировки в налогово-бюджетную политику, чтобы обеспечить достижение целей среднесрочной консолидации.

Приоритеты макроэкономической политики в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах существенно различаются, поскольку директивные органы стремятся сбалансировать соображения экономического роста и рисков инфляции.

- Во все большем числе стран на первый план в балансе рисков вышла обеспокоенность относительно снижения активности, по мере того как ухудшаются внешние условия и общий уровень инфляции начинает снижаться. Этот сдвиг мог бы послужить основанием прекратить цикл ужесточения денежно-кредитной политики, особенно в тех странах, где цены на биржевые

товары оказывают лишь ограниченное воздействие второго порядка на инфляцию, и в случае дальнейшего ухудшения перспектив были бы оправданы меры по смягчению политики. В условиях резкого оттока капитала странам будет необходимо быстро реагировать на изменения, чтобы поддерживать достаточную ликвидность, используя обменный курс для частичной нейтрализации давления. Кроме того, им следует активизировать работу по укреплению потенциала для предотвращения, урегулирования и преодоления финансового стресса, в том числе посредством планирования на случай непредвиденных обстоятельств.

- Вместе с тем, в ряде других стран инфляционное давление все еще вызывает обеспокоенность ввиду резкого повышения цен на продовольствие, продолжающегося активного экономического роста, ужесточения ограничений, обусловленных предложением, и ускорения роста заработной платы, прежде всего в государственном секторе. Хотя некоторое снижение международных цен на биржевые товары в последнее время может отчасти ослабить это давление, достижения последних лет в снижении инфляции оказались под угрозой; если доверие будет подорвано, его восстановление потребует больших затрат времени и средств. В этих странах все еще может быть целесообразно дополнительно ужесточить денежно-кредитную политику.
- Страны с жестко регулируемым валютными режимами сталкиваются с серьезными трудностями. Более гибкие обменные курсы помогли бы сдерживать инфляционное давление, открывая более широкие возможности для корректировки денежно-кредитной политики и обеспечивая более широкое пространство для маневра в случае оттока капитала. Разумеется, при выборе валютного режима учитываются и другие соображения, в том числе, например, уровень развития финансовой системы и диверсификации экспортной базы.
- Налогово-бюджетная политика может играть поддерживающую роль в макроэкономическом управлении. Большее ограничение бюджетных расходов помогло бы снизить инфляционное давление в ряде стран, все еще испытывающих проблемы перегрева экономики. Это особенно важно для стран с фиксированными обменными курсами, имеющих дефицит счета текущих операций. В странах-экспортерах нефти, чьи валютные курсы привязаны к доллару США, можно ориентировать расходы на преодоление узких мест в области предложения. Хотя страны с формирующимся рынком сейчас располагают лучшими возможностями, чем в прошлом, для использования контрциклической налогово-бюджетной политики в случае ухудшения их экономических перспектив, анализ в главе 5 предостерегает, что такие меры едва ли возымеют эффект, если не обеспечена твердая уверенность в устойчивости системы и меры не являются своевременными и адресными. В более общем плане, недифференцированные субсидии на продовольствие и топливо обходятся все дороже и по своей сути неэффективны. Предпочтительным вариантом являются адресные программы, помогающие малоимущим семьям оплачивать растущие прожиточные расходы.

Основы политики нуждаются в реформировании

Ухудшающиеся показатели глобальной экономики вызывают обеспокоенность относительно выбора основ макроэкономической политики и обоснованности мер политики, затрагивающих финансовые рынки и рынки биржевых товаров.

Реализация принципа «действий наперекор существующей тенденции»

Ввиду сложившейся исключительной ситуации растет заинтересованность в разработке политики, более соответствующей цели предотвращения резкого роста и падения цен на активы, в том числе посредством принятия более решительных мер в периоды бума. Один из перспективных подходов мог бы заключаться в привнесении в основу регулирования макроprudенциальной составляющей в противовес объективной процикличности создания кредита. Можно также рассмотреть вариант расширения основ денежно-кредитной политики с «действиями наперекор существующей тенденции» в изменении цен активов, особенно когда эти изменения происходят быстро или представляется, что они приводят к серьезному отклонению цен от уровня, соответствующего экономическим детерминантам, хотя в связи с этим возникают сложные вопросы.

Кроме того, возросла заинтересованность в укреплении доверия к основам налогово-бюджетной политики и тем самым повышении эффективности налогово-бюджетной политики как контрциклического инструмента. Политэкономические параметры, способствующие краткосрочному характеру принятия решений, остаются «ахиллесовой пятой» активной налогово-бюджетной политики. Как следствие, многие страны в периоды процветания не создают пространства для применения эффективных дискреционных стимулов во времена спада или испытывают трудности в решении проблем долгосрочной устойчивости государственных финансов. В главе 5 высказывается предположение, что переход к политике, в большей степени основанной на правилах, по аналогии с ограниченной дискреционностью денежно-кредитной политики, и более действенные механизмы бюджетного управления, которые можно наблюдать во все большем числе стран, могли бы повысить эффективность налогово-бюджетной политики для противодействия спадам.

Устранение пробелов в инфраструктуре регулирования и надзора

Наряду с мерами в отношении непосредственных угроз для системы в целом, организуются решительные действия по устранению многочисленных недостатков, выявленных в результате текущей нестабильности финансовых рынков. Как разъясняется в октябрьском выпуске «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности» 2008 года, одна из главных целей состоит в обеспечении более эффективного и надежного управления риском в отдельных учреждениях, в том числе путем установления более действенных норм по уровню капитала и требований более надежной практики управления ликвидностью и более полного раскрытия информации о рисках по балансовым и забалансовым операциям. Другой важной задачей является укрепление систем урегулирования кризисов.

Кроме того, происходящие финансовые потрясения показали, что национальные системы обеспечения финансовой стабильности отстают от инноваций на финансовых рынках и их глобализации, что вызывает негативные трансграничные вторичные эффекты. Необходимы более тесные трансграничные координация и сотрудничество между национальными пруденциальными органами, особенно в предотвращении, регулировании и преодолении финансового стресса как на рынках, так и в основных финансовых учреждениях.

Содействие энергосбережению и увеличению предложения нефти и продовольствия

Снижение цен на биржевые товары за последний период — не повод ослаблять работу по снятию напряженности на рынках биржевых товаров. Нет существенных конкретных свидетельств того, что повышение интереса инвесторов к биржевым товарам как альтернативному виду активов или прямая спекуляция оказали систематическое или долговременное воздействие на цены. Вместе с тем, сочетание необычно резких перемен настроений участников рынка и большей ликвидности финансовых рынков, возможно, в некоторых случаях влияло на краткосрочную динамику цен. С учетом этого следует сделать акцент на политику, призванную стимулировать более сбалансированное соотношение спроса и предложения в более долгосрочной перспективе, и избегать мер, которые могли бы усугубить напряженность на рынке в краткосрочной перспективе. Такая политика могла бы включать большее отражение изменений международных цен в ценах внутреннего рынка и рост энергосбережения. Снижение субсидий на биотопливо в странах с развитой экономикой также могло бы уменьшить краткосрочное давление на цены на продовольствие. В целом, приоритетной задачей следует считать более эффективную корректировку предложения с учетом повышения цен. В ближайший же период усиление поддержки донорами беднейших стран имеет важнейшее значение для решения гуманитарных проблем, вызванных быстрым ростом цен на продовольствие.

Корректировка глобальных дисбалансов

Быстрый рост цен на биржевые товары привел к дальнейшему усилению глобальных дисбалансов, с увеличением профицита счета текущих операций в экспортерах нефти и дефицита — в импортерах нефти. Разумеется, намерение экспортеров сберечь часть дополнительных доходов является разумным: сопутствующее «рециклирование» финансирования из стран, имеющих профицит, в страны с дефицитом на сегодняшний день приносит хорошие результаты. В то же время, дефицит США без учета нефти существенно уменьшился, отчасти благодаря тому, что курс валюты США вновь снизился до уровня, более близкого к реальному эффективному курсу, в целом соответствующему среднесрочному равновесию. Вместе с тем, снижение курса доллара США в основном происходило относительно евро и некоторых других гибко регулируемых валют.

Многосторонняя стратегия, утвержденная Международным валютно-финансовым комитетом в 2005 году и получившая дальнейшее развитие в ходе многосторонних консультаций по глобальным дисбалансам в 2006 и 2007 годах,

остаётся актуальной, но её необходимо применять гибко. Бюджетная консолидация в США остаётся одной из основных среднесрочных целей, но недавний контрциклический бюджетный стимул и государственная поддержка с целью стабилизации финансовых учреждений являются обоснованными мерами. Дальнейшее повышение эффективного курса юаня способствовало бы реализации более широкой стратегии Китая по усилению роли внутреннего спроса как источника экономического роста и повышению действенности денежно-кредитной политики. Более медленный рост расходов в ближневосточных странах-экспортерах нефти, а также усиление внимания к устранению узких мест в области предложения помогли бы снизить перегрев экономики в этих странах. В то же время, в зоне евро и Японии реформы рынков товаров и труда позволили бы повысить потенциальные темпы роста.

Наконец, усиливающееся протекционистское давление в отношении как торговли, так и потоков капитала отражает тревожный риск для перспектив подъема. Преодоление сложившейся тупиковой ситуации на Дохском раунде переговоров помогло бы укрепить открытую систему многосторонней торговли, важную опору активного мирового роста в последние годы. В то же время, продолжается рост суверенных фондов накопления богатства (СФНБ) как инвестиционных механизмов стран, имеющих профицит. Согласованный недавно СФНБ набор принципов и практики руководства, инвестиций и управления риском («принципы Сантьяго») поможет снизить обеспокоенность относительно управления такими фондами, которая могла бы приводить к непродуктивным ограничениям на такие притоки. Кроме того, руководящие принципы для стран-получателей, разрабатываемые Организацией экономического сотрудничества и развития, помогли бы гарантировать СФНБ доступ на рынки на справедливой, прозрачной и открытой основе.

Тезисы для прессы по главе 3 «Возвращение инфляции? Цены на биржевые товары и инфляция»

Перспективы развития мировой экономики, октябрь 2008 года

Подготовили: Томас Хелблинг, Дуглас Лакстон, Валери Мерсер-Блэкмен и Ирина Тайтелл

Основные положения

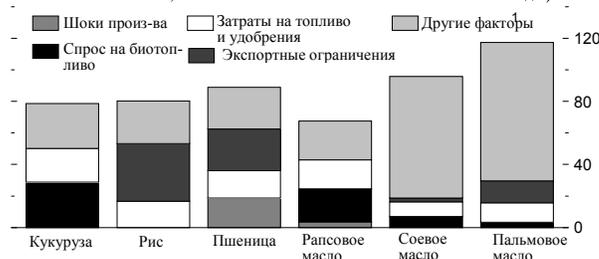
- Несмотря на некоторое снижение цен на биржевые товары в последнее время, многие основополагающие факторы бума продолжают действовать, и цены, по всей вероятности, останутся на высоком уровне по историческим меркам.
- Хотя ситуация ни в коей мере не является однородной, риски инфляции остаются достаточно высокими в целом ряде стран с формирующимся рынком и развивающихся стран, что отражает продолжающееся давление, связанное с адаптацией к высоким ценам на биржевые товары и угрозой распространения эффектов второго порядка на базовую инфляцию. В странах с развитой экономикой повышенные риски быстро уменьшаются благодаря дефляционному воздействию финансовых потрясений.
- В ряде стран с формирующимся рынком и развивающихся стран дальнейшее ужесточение денежно-кредитной политики имеет важное значение для ограничения инфляционного давления, особенно если инфляция уже высока по другим причинам, в частности, в результате перегрева экономики и в условиях низкого доверия к экономической политике.

Мировая экономика испытывает наиболее широкий и продолжительный бум цен на биржевые товары с начала 1970-х годов. Этот бум в основном обусловлен сочетанием устойчивого глобального роста, дефицита незадействованных производственных мощностей в конкретных отраслях и низкого уровня товарно-материальных запасов на момент начала бума, а также медленной ответной реакции со стороны предложения. Кроме того, в число причин недавнего резкого прироста цен на продукты питания входили специфические для биржевых товаров факторы, включая спрос, связанный со стимулируемым посредством субсидий производством биотоплива, нарушение предложения основных сельскохозяйственных культур и торговые ограничения. Наконец, важную роль играли перекрестные связи между ценами на

Последние изменения на нефтяном рынке и рынках основных продуктов питания



Вклад в прирост цен основных продуктов питания (совокупное процентное изменение за 12 мес., 2006–2007 и 2007–2008 сельскохозяйственные годы)



Источники: *British Petroleum Statistical Review of World Energy* (2008), Международное энергетическое агентство; Министерство сельского хозяйства США; Управление энергетической информации США; расчеты персонала МВФ.
Включая вторичные эффекты и эффекты замещения.

биржевые товары: растущие цены на энергоресурсы влияли на цены на продукты питания (см. первый рисунок). Напротив, растущая роль биржевых товаров как альтернативных финансовых активов практически не оказала заметного систематического воздействия на цены.

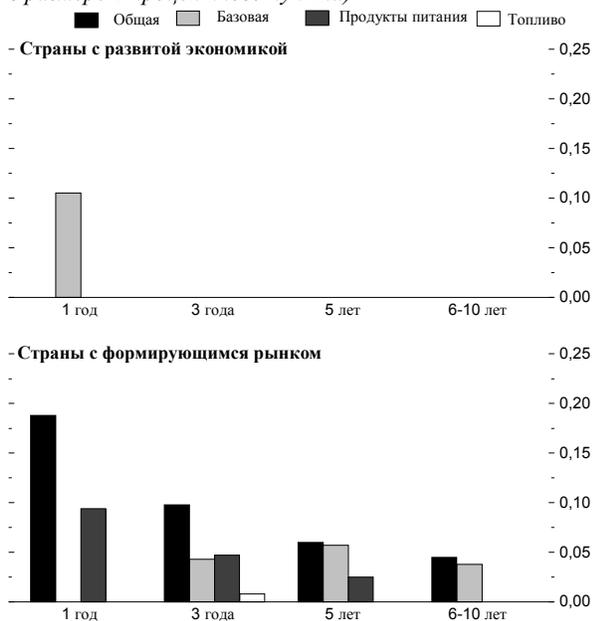
Несмотря на некоторое снижение цен на биржевые товары в последнее время, многие основополагающие факторы бума продолжают действовать. Снижение цен в последнее время отражает перспективы замедления глобального роста в 2008–2009 годы, преодоление связанных с погодными условиями ограничений предложения основных продовольственных культур и увеличение предложения нефти. Однако ограничение предложения и низкий уровень товарно-материальных запасов, по всей вероятности, сохранятся в течение некоторого времени, а инерция спроса в крупных странах с формирующимся рынком остается устойчивой. Как результат, цены, вероятно, останутся на высоком уровне по историческим меркам, со значительными возможностями для их изменчивости.

За исключением резкого падения цен на биржевые товары, риски инфляции в течение некоторого времени останутся более высокими, чем в недавнем прошлом, особенно в ряде стран с формирующимся рынком и развивающихся стран.

Во многих странах с формирующимся рынком и развивающихся странах все еще идет процесс адаптации к предшествующему резкому приросту цен на биржевые товары, и риски распространения эффектов второго порядка на базовую инфляцию по-прежнему сохраняются. Результаты эмпирических исследований, проведенных в этой главе, показывают, что риски эффектов второго порядка в значительной степени зависят от способности денежно-кредитной политики ограничивать инфляционные

ожидания, а также от удельного веса биржевых товаров (особенно продуктов питания) в конечных расходах. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны имеют более низкие показатели по этим параметрам и потому подвержены большему риску, связанному с ослаблением ограничений на инфляционные ожидания и приданием импульса эффектам второго порядка (см. второй рисунок). Кроме того, поскольку недавние шоки, связанные с рынками биржевых товаров, были более

Изменение ожидаемой инфляции в ответ на изменения фактической инфляции¹
(Ожидаемая инфляция через 1, 3, 5 и 6-10 лет; реакция в процентных пунктах на изменение фактической инфляции в размере 1 процентного пункта)



Источники: Consensus Forecasts; расчеты персонала МВФ.

¹ Основано на статистически значимых коэффициентах, полученных при помощи панельной регрессии с фиксированными эффектами, с использованием данных начиная с 2003 года. В показателе базовой инфляции не учитываются инфляция цен на продукты питания и топливо.

крупными и устойчивыми, чем в период, используемый при анализе, фактические инфляционные последствия все еще могут привести к более сильному, чем ожидается, перегреву экономики, если только глобальный экономический спад не приобретет более интенсивных характер.

В ряде стран дальнейшее ужесточение денежно-кредитной политики будет иметь важное значение для ограничения инфляции, особенно если она уже высока, а также при низком уровне доверия к экономической политике. Хотя общий темп инфляции может начать уменьшаться вследствие снижения цен на биржевые товары в последнее время, базовое инфляционное давление продолжает вызывать озабоченность, особенно в тех случаях, когда темпы экономического роста остаются устойчивыми и где ответная реакция денежно-кредитной политики ограничивалась мерами политики в области валютного курса. Задержки в принятии мер в ответ на растущую инфляцию могут подорвать доверие и, в конечном счете, потребовать более агрессивных ответных мер денежно-кредитной политики для снижения инфляции, с более высокими издержками с точки зрения объема производства.

Тезисы для прессы по главе 4 «Финансовый стресс и экономические спады»

«Перспективы развития мировой экономики», сентябрь 2008 года

Подготовили Субир Лалл, Роберто Кардарелли и Селим Элекдаг

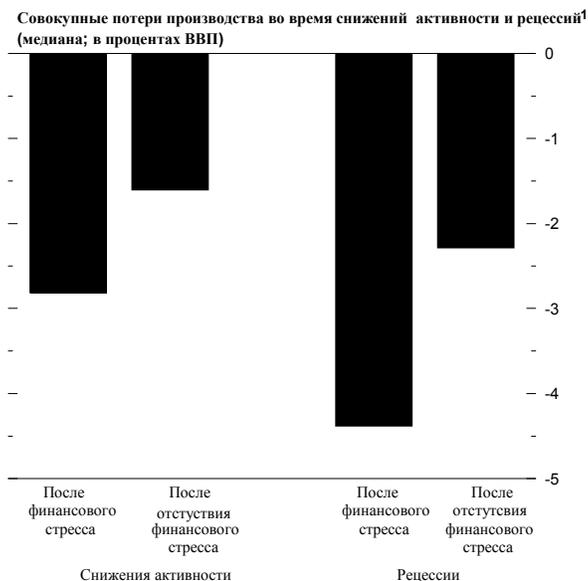
Основные положения

- Эпизоды финансовых потрясений, характеризующиеся трудностями в банковской сфере, с большей вероятностью связаны с серьезными и продолжительными спадами.
- За финансовым стрессом скорее последует экономический спад, в случае, когда стрессу предшествовало быстрое увеличение кредита, повышение цен на жилье и активное заимствование населения и нефинансовых фирм.
- Текущая ситуация в США имеет некоторое сходство с прошлыми эпизодами связанного с банками финансового стресса, которые сопровождалась рецессиями.

В главе 4 ПРМЭ рассматриваются прошлые эпизоды финансового стресса и их последствия для последующей экономической активности. Эта глава основана на построении индекса финансового стресса в банковской сфере, на рынках ценных бумаг и валютных рынках в 17 странах с развитой экономикой за последние 30 лет, выявляются 113 эпизодов финансового стресса. Примерно половина эпизодов из этого числа определяются как связанные с банками, тогда как в оставшихся случаях стресс в основном сконцентрирован на рынках ценных бумаг или валютных рынках. На основе этих данных текущий эпизод финансового стресса относится к числу самых суровых для США и самых обширных, поскольку он затронул практически все страны в выборке.

Рассмотрение этих эпизодов позволяет установить, что не все эпизоды

Финансовый стресс и сокращение производства



Источники: Haver Analytics; ОЭСР, Аналитическая база ; OECD, *Economic Outlook* (2008); и расчеты персонала МВФ.

¹Измеряются как совокупные потери производства, когда производство ниже тренда Ходрика-Прескотта в случае снижений активности, и совокупные потери до подъема в случае рецессий.

финансового стресса ведут к снижению экономической активности или рецессии. Более того, это произошло лишь примерно в половине выявленных эпизодов.

Однако когда снижению активности или рецессии предшествовал финансовый стресс, особенно когда стресс концентрируется в банковской сфере, снижения или рецессии обычно являются существенно более серьезными, чем такие же явления, которым не предшествовал финансовый стресс. В частности, снижения активности или рецессии, которым предшествовал стресс, связанный с банками, часто приводили к совокупным потерям производства, превышающим в 2–3 раза обычные, и продолжались в 2–4 раза дольше.

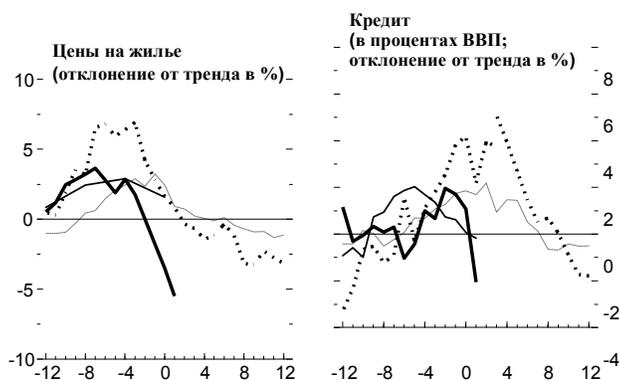
Какие факторы определяют, последует ли за финансовым стрессом, связанным с банками, снижение активности или рецессия? В главе утверждается, что важнейшее значение имеют первоначальные условия. В частности, вероятность того, что за финансовым стрессом последует спад, связана с тем, в какой степени цены на жилье и совокупный кредит выросли накануне этого эпизода стресса. Кроме того, если более широкое использование заимствования нефинансовыми корпорациями связано с более резким спадом после финансового стресса, величина финансовых дисбалансов в секторе домашних хозяйств имеет критическое значение в определении того, превратится ли этот спад в рецессию.

В главе делается вывод, что создание финансовых систем с большей независимостью сторон повышает уязвимость по отношению к резкому снижению активности в случае возникновения стресса в банковской сфере. Более того, в рецессиях, которым предшествовал финансовый стресс, активность часто бывает ниже в странах с финансовыми системами с большей независимостью участников. Это объясняется тем, что левиридж в банковских системах, определяемый как отношение активов к собственному капиталу, по-видимому, имеет более проциклический характер в странах, которые продвинулись дальше в создании рыночного финансового посредничества. Однако это не означает, что финансовая система, основанная на независимости сторон, более подвержена стрессу.

Текущий эпизод финансового стресса в США и зоне евро в историческом контексте¹

(Начало эпизода финансового стресса в $t=0$, ось x — кварталы)

..... Медиана для эпизодов финансового стресса в шести примерах
 — Медиана для эпизодов финансового стресса, сопровождавшихся рецессией
 Недавние эпизоды:
 — США — Зона евро



Источники: Европейский центральный банк; Haver Analytics; МВФ, база данных «Международной финансовой статистики»; ОЭСР, аналитическая база данных; OECD, *Economic Outlook* (2008); расчеты персонала МВФ.

¹Все данные в реальном выражении.

На основе сравнения текущего эпизода финансового стресса с прошлыми эпизодами можно сделать вывод о том, что остается значительная вероятность резкого спада в США. Характерная динамика цен на активы, совокупного кредита и чистого заимствования населения в США во время текущего эпизода финансового стресса представляется схожей с динамикой прошлых эпизодов, за которыми следовали рецессии. Нейтрализующими факторами, которые могут обеспечить некоторую стойкость, являются относительно прочное положение корпоративных балансов в начале кризиса и агрессивное смягчение денежно-кредитной политики Федеральной резервной системы. В зоне евро относительно прочные балансы домашних хозяйств обеспечивают некоторую защиту от резкого спада, несмотря на значительное повышение цен на активы и доли кредитования накануне финансовых потрясений.

В этих условиях активные действия директивных органов, направленные на преодоление стресса и поддержку восстановления капитала финансовой системы, представляются особенно важными. Один из важных практических выводов этого анализа заключается в значении основных финансовых посредников, в том числе брокеров-дилеров и инвестиционных банков, для передачи воздействия финансовых шоков на реальную экономику. Это подчеркивает важность восстановления капитальной базы этих организаций для содействия смягчению экономических спадов.

Тезисы для прессы по главе 5 «Налогово-бюджетная политика как антициклический инструмент»

Перспективы развития мировой экономики, октябрь 2008 года

**Подготовили: Стивен Барнет, Марк Де Брук, Анна Иванова, Дехенг Ким,
Майкл Кумхоф, Дуглас Лакстон, Даниэль Лей, Алесдер Скотт, Свен Яри Стен и
Стивен Симански**

Основные положения

- Эмпирические исследования, приводимые в данной главе, показывают, что дискреционная налогово-бюджетная политика может влиять на экономическую активность, но ее воздействие обычно является незначительным и даже может приводить к противоположному эффекту. Как показывает практика, трудно обеспечить своевременную, высокоточную и временную реакцию. Обеспокоенность экономической приемлемостью долга может играть ключевую роль в ограничении эффективности пакетов мер бюджетного стимулирования, особенно в странах с формирующимся рынком. Для того чтобы обеспечить необходимые средства для успешного применения бюджетного стимулирования, правительства должны улучшать бюджетные позиции в благоприятные периоды, что оказывается трудным.
- Антициклическое воздействие налогово-бюджетной политики может быть усилено путем расширения диапазона автоматических стабилизаторов или укрепления управления государственными финансами в целях уменьшения проблемы «смещений в структуре долга».

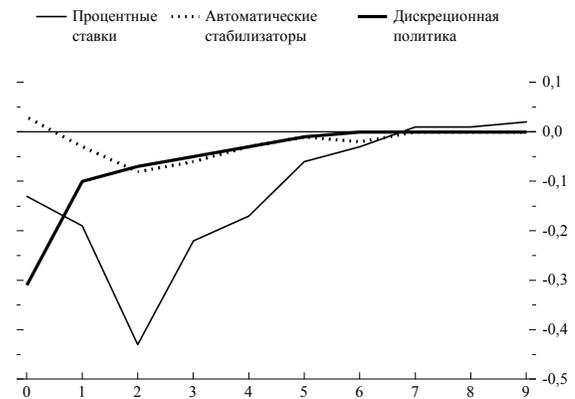
В главе изучается роль налогово-бюджетной политики в противодействии колебаниям циклам деловой активности и изучается вопрос о том, может ли дискреционная налогово-бюджетная политика успешно стимулировать выпуск продукции или она приносит больше вреда, чем пользы.

В главе делается вывод о том, что в периоды снижения экономической активности меры дискреционной налогово-бюджетной политики использовались реже, чем меры денежно-кредитной политики, и их воздействие сказывается по прошествии значительно большего времени, часто когда необходимость в них уже отпадает. Более того, дискреционная политика обычно

Сколько сильной была реакция на налогово-бюджетную политику в странах Группы семи?

(Отклонение в процентных пунктах; по оси «X» отложены кварталы; шок происходит в нулевой период; выборка за период с I квартала 1992 года по IV квартал 2007 года)

После падения спроса реакция денежно-кредитной политики заключается в немедленном понижении процентных ставок, и наиболее сильное воздействие ответные меры политики оказывают по прошествии двух кварталов. Реакция автоматических стабилизаторов состоит в немедленном уменьшении сальдо бюджета. Первоначальная дискреционная реакция сальдо бюджета близка к нулю и остается небольшой в сравнении с автоматическими стабилизаторами.



Источник: расчеты персонала МВФ.

ведет к созданию более либеральных условий — в периоды снижения экономической активности стимулирующий эффект оказывается сильнее, чем ужесточение условий в периоды роста активности, — что означает, что государственный долг обычно имеет повышательную тенденцию.

Автоматические стабилизаторы, напротив, реагируют симметрично. В странах с развитой экономикой дискреционная налогово-бюджетная политика обычно является антициклической, но в странах с формирующимся рынком она носит *проциклический* характер: стимул добавляется в благоприятные времена и устраняется при спаде деловой активности.

В главе также делается вывод о том, что дискреционная налогово-бюджетная политика может оказывать умеренное антициклическое воздействие, но с некоторыми важными оговорками. Новые сведения, представленные в главе, указывают на важные различия между странами с развитой экономикой и странами с формирующимся рынком. Пакет дискреционного стимулирования на уровне одного процента в среднем ведет к повышению ВВП приблизительно на 0,1–0,2 процента при введении соответствующих мер. Однако в то время как в странах с развитой экономикой более долгосрочный эффект также является положительным и, возможно, даже более высоким, в странах с формирующимся рынком он оказывается отрицательным. Ключевую роль в этом может играть обеспокоенность экономической приемлемостью долга: отечественные домашние хозяйства и фирмы могут ожидать в будущем более высоких налогов или инфляции, и международные рынки капитала могут устанавливать повышенные процентные ставки, чтобы застраховать себя от этих рисков.

Для того чтобы дискреционная налогово-бюджетная политика была успешной, правительства должны обеспечивать, чтобы состояние государственных финансов улучшалось в благоприятные периоды, а также должны принимать заслуживающие доверия обязательства в том, что пакеты мер стимулирования будут носить временный характер. Важна также структура мер стимулирования: изменения в политике, касающиеся статей доходов, как представляется, обеспечивают больший успех в стимулировании экономического роста, чем изменения, затрагивающие расходную часть, что, возможно, отражает то обстоятельство, что возросшие расходы бывает трудно сократить.

Налогово-бюджетную политику можно сделать более эффективным антициклическим инструментом путем расширения диапазона и повышения эффективности автоматических стабилизаторов или усиления управления государственными финансами. Одним из возможных вариантов достижения этого правительствами является повышение степени реагирования автоматических

стабилизаторов, например, путем увязывания программ налогообложения, выплаты трансфертов или осуществления расходов с состоянием экономики. Усиление автоматических стабилизаторов раскрывает то преимущество, что они симметрично работают на протяжении всего цикла деловой активности и, следовательно, предотвращаются смещения в структуре долга, в периоды снижения активности оказывается немедленное воздействие, и они в меньшей мере подвержены политическому влиянию. Другим возможным вариантом является повышение доверия к дискреционным мерам в целях уменьшения смещений в структуре долга путем усиления управления государственными финансами, например, путем уделения большего внимания прозрачным оценкам состояния экономики и долгосрочным последствиям принимаемых бюджетных мер.

Тезисы для прессы по Главе 6 «Различия в состоянии счетов текущих операций между странами с формирующимся рынком»

Перспективы развития мировой экономики, октябрь 2008 года

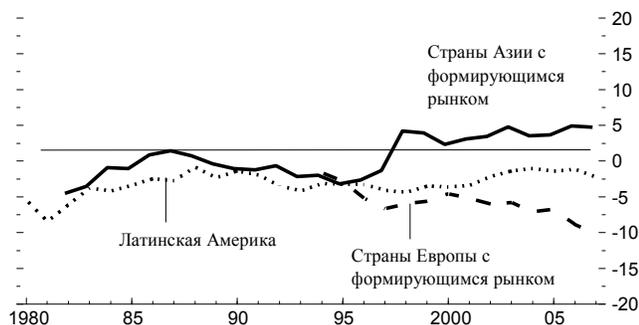
Подготовили: Стивен Даннингер и Флоранс Жомотт

Основные положения

- С середины 1990-х годов усиливаются расхождения в состоянии счетов текущих операций между странами с формирующимся рынком, при этом в странах Европы с формирующимся рынком происходит рост дефицитов, а в странах Азии с формирующимся рынком, наоборот, наблюдаются крупные профициты.
- Быстрая либерализация национальных финансовых систем и интеграция в ЕС стали основными факторами, вызвавшими приток капитала и образование стойких и иногда крупных дефицитов в странах Европы с формирующимся рынком. Однако высокая степень либерализации счетов операций с капиталом и использование режимов фиксированного обменного курса в некоторых странах Европы с формирующимся рынком указывают на наличие рисков внезапного исчезновения этих дисбалансов. При этом важным смягчающим фактором является членство в Европейском Союзе.
- Профициты в странах Азии с формирующимся рынком в значительной мере связаны с меньшей степенью либерализации счетов операций с капиталом и финансовых секторов. Однако существенную долю профицитов счетов текущих операций нельзя объяснить действием стандартных факторов. Есть некоторые данные, свидетельствующие о том, что определенную роль могли сыграть такие факторы, как оценка обменных курсов и желание накопить высокие уровни международных резервов.

В главе 6 ПРМЭ анализируется все расширяющееся расхождение в состоянии счетов текущих операций между странами с развивающимся рынком. В странах Азии с формирующимся рынком по счетам текущих операций в 2007 году сложился профицит, составлявший в среднем 5 процентов ВВП, а в странах Европы с формирующимся рынком в 2007 году по счетам текущих операций образовался дефицит в размере 10 процентов ВВП, в среднем (см. рис.). В пределах региона стран Азии с формирующимся рынком наблюдается более разнообразная динамика, характеризующаяся наличием ряда стран с устойчивыми крупными профицитами и нескольких стран со значительными

Среднее сальдо счета текущих операций (процентов ВВП)



Источники: МВФ, «Статистика платежного баланса» и расчеты персонала МВФ.

В пределах региона стран Азии с формирующимся рынком наблюдается более разнообразная динамика, характеризующаяся наличием ряда стран с устойчивыми крупными профицитами и нескольких стран со значительными

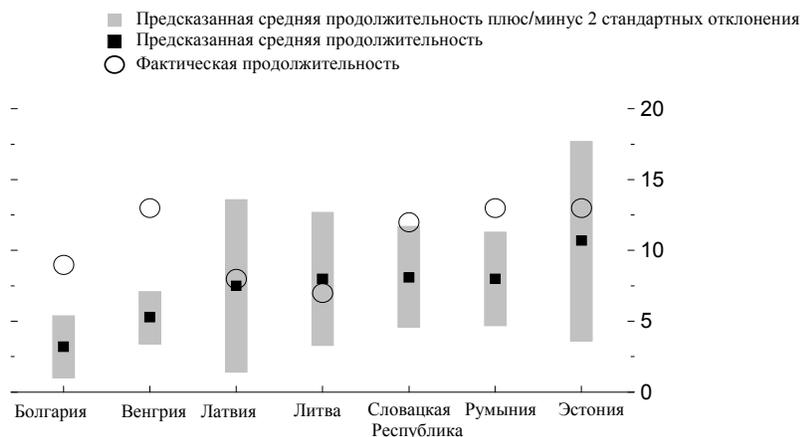
дефицитами. Кроме того, в последнее время произошло снижение профицитов, сложившихся в Корее и странах – «азиатских тиграх» после окончания кризиса 1997–1998 годов (за исключением Малайзии), а в Китае, начиная с 2002–2003 годов, стали нарастать крупные профициты счета текущих операций.

В главе делается вывод, что основными факторами, объясняющими различия в тенденциях между регионами, являются структурные показатели, в особенности степень финансовой либерализации. В странах Европы с формирующимся рынком возникновение крупных дефицитов счета текущих операций связано с быстрой либерализацией национальных финансовых рынков и счетов операций с капиталом, которая позволила привлечь крупные притоки капитала и содействовала быстрому увеличению собственности иностранных банков. Интеграция в ЕС также способствовала усилению притока иностранного капитала, обеспечивая более благоприятные перспективы экономической и политической стабильности. Страны Азии с развивающимся рынком, как правило, характеризуются меньшей степенью либерализации счетов операций с капиталом и отстают от других регионов в либерализации национальных финансовых рынков.

Однако профициты в странах Азии с формирующимся рынком остаются во многом не объясненными. Одним из возможных объяснений является занижение обменных курсов, и есть определенные данные, подтверждающие справедливость такого утверждения. Тем не менее, сложно с полной определенностью установить, являются ли низкие уровни обменного курса результатом преднамеренных действий — например, стремлением накопить высокие уровни международных резервов после азиатского кризиса — или же результатом действия невыясненных факторов, вызвавших образования профицитов счетов текущих операций после 1997 года. Однако такие факторы не просто идентифицировать.

В сравнении с историческим опытом стран с формирующимся рынком существующие дефициты счетов текущих операций в странах Европы с формирующимся рынком отличаются не только большими размерами, но и большей продолжительностью существования. В среднем дефициты счета текущих операций в странах Ев-

Продолжительность существования дефицитов
(лет)



Источник: оценки персонала МВФ.

ропы с формирующимся рынком сохранялись на протяжении 9½ лет, т.е. примерно на 3 года дольше, чем в других странах с формирующимся рынком, причем в большинстве случаев периоды их существования еще не завершились. Эта большая продолжи-

тельность отчасти объясняется экономическими факторами, такими как значительные исходные остатки чистых иностранных активов, возможности роста и либерализация счета операций с капиталом, однако приводимые в главе оценки показывают, что во многих случаях длительность периодов сохранения дефицитов в странах Европы с формирующимся рынком уже достигла и даже вышла за пределы ожидаемой продолжительности (см. рис.).

Хотя стойкость дефицитов в странах Европы с формирующимся рынком может быть объяснена характерными отличиями этих стран, эти отличия не исключают возможности «жесткой посадки». В главе, на основе анализа опыта преодоления дефицитов счетов текущих операций, определяется несколько факторов риска их внезапного исчезновения. К ним относятся характерные для ряда стран режимы фиксированного обменного курса и высокая степень либерализации счета операций с капиталом. Хотя выбор режима фиксированного обменного курса может быть продиктован многими соображениями, в частности желанием присоединиться к зоне евро, странам, избравшим такой режим, необходимо защитить себя от внешних факторов уязвимости и для этого обеспечить гибкость рынков продуктов и труда, создать прочные основы финансового регулирования и надзора и привести макроэкономическую политику в соответствие с сальдо внутренних и внешних операций.