

## **Аналитическое резюме**

Глобальная экономика переживает тяжелую рецессию, вызванную крупномасштабным финансовым кризисом и резкой утратой уверенности. Хотя ожидается, что темпы сокращения экономики замедлятся начиная со второго квартала, прогнозируется, что мировой объем производства сократится на 1,3 процента в целом в 2009 году и затем будет постепенно повышаться, на 1,9 процента на протяжении 2010 года. Для достижения такого подъема необходимо наращивать усилия по оздоровлению финансового сектора, продолжая при этом поддерживать уровень спроса путем либерализации денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики.

### **Последние изменения в экономической и финансовой сфере**

Страны по всему миру серьезно пострадали от финансового кризиса и спада экономической активности. Страны с развитой экономикой пережили беспрецедентное снижение реального ВВП на 7½ процента в четвертом квартале 2008 года, и, по оценкам, объем производства продолжал сокращаться почти столь же быстро в первом квартале 2009 года. Хотя экономика США, возможно, наиболее пострадала от возросшей напряженности в финансовой сфере и дальнейшего ухудшения ситуации в жилищном секторе, страны Западной Европы и страны Азии с развитой экономикой испытывают большие трудности из-за резкого спада мировой торговли, а также усугубления собственных финансовых проблем и корректировок на рынках жилья некоторых стран. Страны с формирующимся рынком также оказались в тяжелом положении, и их экономика сократилась в общей сложности на 4 процента в четвертом квартале. Ущерб распространяется как по финансовым, так и по торговым каналам, особенно для стран Восточной Азии, в экономике которых большую долю составляет экспорт обрабатывающей промышленности, а также стран Европы с формирующимся рынком и Содружества Независимых Государств (СНГ), экономика которых опирается на крупные притоки капитала в качестве источника роста.

Параллельно быстрому охлаждению мировой активности быстро падает инфляционное давление. Цены на биржевые товары резко снизились относительно высоких уровней середины года, что привело к особенно большим потерям дохода для стран Ближнего Востока и СНГ, а также для многих других экспортеров биржевых товаров в Латинской Америке и Африке. В то же время увеличение неиспользуемых экономических мощностей сдерживает рост заработной платы и приводит к снижению рентабельности. В результате общий уровень инфляции за 12-месячный период в странах с развитой экономикой опустился ниже 1 процента в феврале 2009 года, хотя базовая инфляция оставалась в диапазоне 1½ – 2 процента, за существенным исключением Японии. Инфляция также значительно снизилась в странах с формирующимся рынком, хотя в некоторых случаях темпы ее снижения сдерживались ослаблением обменных курсов.

Широкие по охвату и нередко нетрадиционные по характеру меры политики позволили достичь лишь ограниченных результатов в стабилизации финансовых рынков и сдерживании спада производства и не смогли поставить заслон негативной обратной связи между ослаблением экономической активности и острой финансовой

напряженностью. Инициативы по «остановке кровотечения» включают вливания государственного капитала и разнообразные механизмы для обеспечения ликвидности, либерализацию денежно-кредитной политики и пакеты мер бюджетного стимулирования. Хотя со времени встречи Группы 20-ти в начале апреля наблюдаются некоторые обнадеживающие признаки, уровень уверенности на финансовых рынках все еще низок, что ограничивает перспективы скорейшего экономического подъема.

По оценке апрельского выпуска «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности» (ДСГФ) 2009 года, с учетом ряда допущений, общая сумма списания стоимости кредитных активов всеми финансовыми организациями по активам, выпущенным в США, за период с 2007 по 2010 год составит 2,7 триллиона долл. США, по сравнению с оценкой 2,2 триллиона долл. США, сделанной в январе 2009 года, в основном в результате ухудшения перспектив экономического роста. По оценке, общая ожидаемая сумма списания по глобальным открытым позициям составляет порядка 4 триллионов долл. США, из них примерно две трети придется на банки, а остальная часть будет распределена между страховыми компаниями, пенсионными фондами, хеджевыми фондами и другими посредниками. Во всем мире банки ограничивают доступ к кредиту (и будут и в дальнейшем следовать этой практике), поскольку избыточный уровень безнадежных активов и неопределенность относительно того, какие организации будут оставаться платежеспособными, сдерживают инвестиции частного капитала. Проблемы финансирования вышли далеко за рамки рынков краткосрочного банковского финансирования в странах с развитой экономикой. Многие нефинансовые корпорации не в состоянии привлечь оборотный капитал, а некоторые испытывают трудности в получении более долгосрочных кредитов.

Особое беспокойство вызывает общее сокращение деятельности иностранных инвесторов и банков в странах с формирующимся рынком и, как следствие, усиление проблем финансирования. Новые выпуски ценных бумаг практически прекратились, были урезаны потоки банковского финансирования, спреда по облигациям взлетели вверх, цены акций упали, а валютные рынки подвергаются сильному давлению. Помимо общего повышения несклонности к риску это связано с рядом неблагоприятных факторов, включая ущерб, нанесенный банкам и хеджевым фондам, стремление перевести средства под защитный «зонтик», созданный благодаря все более широкому предоставлению гарантий на развитых рынках, и усиливающуюся обеспокоенность относительно перспектив и уязвимости экономики стран с формирующимся рынком.

Одним из существенных побочных эффектов финансового кризиса была переориентация на более безопасные инвестиции и усиливающаяся тенденция предпочтения отечественных активов, что повлияло на курсы основных мировых валют. С сентября 2008 года доллар США, евро и иена заметно укрепились. Китайский юань и валюты, привязанные к доллару (включая валюты стран Ближнего Востока), также укрепились. Большинство валют других стран с формирующимся рынком резко ослабло, несмотря на использование международных резервов для их поддержки.

## Перспективы и риски

Прогнозы доклада «Перспективы развития мировой экономики» исходят из оценки, что для стабилизации финансового рынка потребуется больше времени, чем ранее предполагалось, даже в случае принятия директивными органами активных мер. Так, по прогнозу, сильная финансовая напряженность на развитых рынках будет сохраняться еще в течение значительной части 2010 года и затем медленно пойдет на убыль, по мере того как благодаря прояснению размеров убытков по безнадежным активам и вливаниям государственного капитала будет ослабевать обеспокоенность относительно потенциальной неплатежеспособности организаций, и будут снижаться риски невыполнения обязательств контрагентами и волатильность на рынках, а также восстанавливаться уровень ликвидности на рынках. Ожидается, что общий объем кредита частному сектору в странах с развитой экономикой уменьшится как в 2009, так и в 2010 году. В то же время ожидается, что в течение обоих лет доступ к внешнему финансированию для стран с формирующимся рынком и развивающихся стран будет сильно ограничен. Этот прогноз согласуется с выводами главы 4 о том, что ввиду острого стресса на развитых рынках и его концентрации в банковской системе потоки капитала в страны с формирующимся рынком значительно сократятся и затем будут медленно восстанавливаться.

Кроме того, согласно прогнозам, будет продолжаться активная поддержка спроса посредством макроэкономической политики. Ожидается, что в основных странах с развитой экономикой ставки денежно-кредитной политики будут снижены до нулевого предела или будут оставаться близкими к этому уровню, тогда как центральные банки будут продолжать изыскивать способы использования размера и структуры своих балансов для смягчения кредитных условий. Как в странах с развитой экономикой, так и в странах с формирующимся рынком ожидается резкое увеличение бюджетного дефицита, поскольку предполагается, что правительства стран Группы 20-ти будут проводить в жизнь планы бюджетного стимулирования в размере двух процентов ВВП в 2009 году и полутора процентов ВВП в 2010 году. Прогнозы также предполагают, что цены на биржевые товары будут оставаться близкими к текущему уровню в 2009 году и лишь немного повысятся в 2010 году, соответственно динамике цен на форвардных рынках.

Сейчас прогнозируется, что даже в случае принятия решительных мер политики и с учетом ожидаемого замедления темпов снижения ВВП начиная со второго квартала, глобальная активность снизится на 1,3 процента в 2009 году, что представляет существенное понижение прогноза по сравнению с январским выпуском *Бюллетеня ПРМЭ*. Такое снижение, бесспорно, является самой глубокой глобальной рецессией со времени Второй мировой войны. Кроме того, происходящий спад носит поистине глобальный характер: прогнозируется, что объем производства на душу населения сократится в странах, составляющих три четверти мировой экономики, и практически во всех странах рост резко замедлился по сравнению с темпами, наблюдавшимися в 2003–2007 годах. По прогнозу, рост возобновится в 2010 году, но его темпы, всего 1,9 процента, будут низкими по сравнению с эпизодами экономического подъема в прошлом, что согласуется с выводом главы 3 о том, что

подъем после финансовых кризисов происходит значительно медленнее, чем в других случаях.

Текущие перспективы отличаются исключительной неопределенностью, и риски смещены в сторону снижения темпов роста. Главное опасение состоит в том, что принимаемых мер окажется недостаточно, чтобы остановить цикл отрицательной обратной связи между ухудшением финансовых условий и ослаблением экономики, особенно в условиях ограниченной общественной поддержки проводимой политики. Основные каналы распространения кризиса включают нарастание числа дефолтов корпораций и домашних хозяйств, приводящее к дальнейшему снижению цен активов и увеличению убытков в финансовых балансах различных организаций, и новые события системного масштаба, дополнительно усложняющие задачу восстановления доверия. Кроме того, в ситуации, которая характеризуется значительной неопределенностью, меры налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики могут оказаться недейственными, поскольку высокие уровни страховых сбережений могут вызвать снижение бюджетных мультипликаторов, и шаги по облегчению доступа к финансированию могут оказаться не в состоянии затормозить процесс сокращения доли заемных средств. С другой стороны, возможно улучшение показателей в случае проведения решительной политики, способной убедить рынки в том, что принимаются решительные меры для преодоления финансовой напряженности, что может возродить уверенность и готовность принимать расходные обязательства.

Даже после окончания кризиса предстоит трудный переходный период со значительно более низкими темпами роста производства по сравнению с опытом недавнего прошлого. Необходимо будет сократить доли заемных средств, что подразумевает более медленный рост кредита и более ограниченный доступ к финансированию, чем в последние годы, особенно в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах. Кроме того, нужно будет сокращать значительные бюджетные дефициты как раз в то время, когда в ряде стран с развитой экономикой ускоряется процесс старения населения. При этом в основных странах с развитой экономикой домашние хозяйства, вероятно, еще значительное время будут восстанавливать сократившиеся сбережения. Все это будет сдерживать как фактический, так и потенциальный рост в среднесрочной перспективе.

### **Задачи политики**

Эти сложные и неопределенные перспективы указывают на необходимость энергичных действий в области как финансовой, так и макроэкономической политики. Прошлые эпизоды финансовых кризисов продемонстрировали, что задержки решения коренных проблем приводят к еще более затяжному экономическому спаду и еще большим издержкам, как для налогоплательщиков, так и для экономической активности. Директивным органам необходимо принимать во внимание трансграничные последствия выбираемых ими мер политики. Инициативы по поддержке торговых и финансовых партнеров, включая бюджетные стимулы и официальную поддержку потоков международного финансирования, помогут стимулировать глобальный спрос, что выгодно всем сторонам. И наоборот, сползание

к протекционизму в торговле и финансовой сфере нанесет огромный вред всем, о чем ясно предостерегает опыт «политики разорения соседа» в 1930-х годах.

### **Содействие реорганизации финансового сектора**

В настоящее время первостепенной задачей политики является реорганизация финансового сектора. Реальные результаты в этой области являются непременным условием для достижения устойчивого экономического подъема; они значительно повысят действенность денежно-кредитных и налогово-бюджетных стимулов. В краткосрочной перспективе остаются актуальными три приоритетных направления, которые были указаны в предыдущих выпусках ДСГФ: 1) обеспечение доступа финансовых организаций к ликвидности, 2) выявление и урегулирование неблагополучных активов и 3) рекапитализация слабых, но жизнеспособных организаций. В первой области в настоящее время ведется активная работа. Однако в двух других областях необходимо более энергично проводить в жизнь меры политики.

Насущной основой для обеспечения долговременного решения должно стать пользующееся доверием признание убытков по неблагополучным активам. С этой целью органам государственного управления необходимо определить общую базовую методологию для реалистичной оценки секьюритизованных кредитных инструментов на основе ожидаемых экономических условий и попытки оценить стоимость будущих поступлений дохода. Необходимо также принять меры, призванные значительно уменьшить неопределенность в отношении дальнейших убытков по этим позициям. Можно использовать различные методы урегулирования безнадежных активов в банках при условии, что они подкрепляются достаточным финансированием и проводятся в жизнь на основе прозрачности.

Методы рекапитализации должны опираться на тщательный анализ жизнеспособности организаций в долгосрочной перспективе с учетом как списания стоимости активов на сегодняшний день, так и реалистичной оценки перспективы дальнейших списаний. С учетом ряда допущений, оценки ДСГФ показывают, что суммы необходимого капитала могут составить 275–500 млрд долл. США для банков США, 475–950 млрд долл. США для европейских банков (кроме банков в Соединенном Королевстве) и 125–250 млрд долл. США для банков Соединенного Королевства<sup>1</sup>. Оценивая на индивидуальной основе потребность в рекапитализации банков, органы надзора должны убедиться в надлежащем качестве капитала банка, надежности его финансирования, состоятельности его бизнес-планов и процессов регулирования риска, обоснованности правил выплаты вознаграждения и действенности управления. Органу надзора необходимо также установить надлежащий уровень нормативного капитала для организаций с учетом нормативных минимумов и

---

<sup>1</sup>Нижняя граница этого диапазона соответствует капиталу, необходимому для приведения доли заемных средств (измеряемой как отношение материального обыкновенного акционерного капитала (МОК) к общей сумме активов) к уровню четырех процентов. Верхняя граница соответствует капиталу, необходимому для повышения коэффициента МОК до шести процентов, что соответствует уровням, наблюдавшимся в середине 1990-х годов (см апрельский выпуск ДСГФ 2009 года).

необходимых страховых резервов для покрытия непредвиденных убытков в будущем. Следует быстро рекапитализировать жизнеспособные банки с недостаточным уровнем капитала посредством вливаний государственного капитала, по возможности в сочетании с частными вложениями, чтобы довести их капитал до уровня, достаточного для восстановления доверия рынка к банку. Органам регулирования следует быть готовыми предоставить капитал в виде обыкновенных акций с целью укрепления доверия и перспектив получения финансирования, что может сопровождаться временным введением государственной собственности, до тех пор пока не будет найдено решение с участием частного сектора. В случае нежизнеспособных организаций следует без промедления проводить государственное вмешательство с последующим закрытием или слиянием. Вероятно, потребуется значительный объем государственного финансирования, но чем дольше будет откладываться реализация решения, тем больше будет сумма необходимой поддержки.

В странах с формирующимся рынком также потребуются широкомасштабные действия по преодолению финансовой напряженности. Сектор корпораций подвергается значительному риску. В определенных случаях может быть оправданной прямая государственная поддержка заимствования корпораций. Некоторые страны также предоставляют фирмам государственные гарантии по банковскому долгу, преимущественно фирмам, связанным с экспортными рынками, или обеспечивают организационно-техническую поддержку торговых кредитов посредством различных механизмов, помогая избежать сбоев в процессе торговли и ограничивая ущерб для реальной экономики. Кроме того, следует подготовить планы крупномасштабной реорганизации на случай непредвиденного дальнейшего ухудшения ситуации.

Во избежание усугубления напряженности на трансграничном уровне необходимо более активное международное сотрудничество. Координация и сотрудничество особенно важны в отношении финансовой политики, с тем чтобы не допустить негативных международных последствий действий на национальном уровне. В то же самое время международная поддержка, в том числе со стороны МВФ, может помочь странам смягчить воздействие финансового кризиса на активность реального сектора и ограничить его последствия для уровня бедности, особенно в развивающихся странах. Недавние реформы для повышения гибкости кредитных инструментов для стран с хорошими показателями, застигнутых непогодой, наряду с планами, выдвинутыми на саммите Группы 20-ти относительно увеличения ресурсов, имеющихся в распоряжении у МВФ, расширяют возможности международных финансовых организаций преодолевать риски, связанные с внезапным прекращением притоков частного капитала.

### **Смягчение денежно-кредитной политики**

В странах с развитой экономикой следует решительно использовать возможности для дальнейшего смягчения денежно-кредитной политики в целях противодействия рискам дефляции. Хотя во многих странах ставки интервенции уже близки к нулевому нижнему пределу, необходимо быстро использовать любые остающиеся возможности для мер политики. В то же время важна четкая стратегия информирования: руководство центральных банков должно подчеркнуть свою

решимость не допустить дефляции путем поддержания либеральных денежно-кредитных условий так долго, как это будет необходимо. Во все большем числе случаев снижение процентных ставок необходимо дополнять более широким применением менее традиционных подходов, используя и размер, и структуру собственного баланса центрального банка для поддержки посредничества в предоставлении кредита. Насколько возможно, такие действия должны быть организованы таким образом, чтобы обеспечить максимальное облегчение ситуации на дезорганизованных рынках, при этом решения о распределении кредита следует оставлять на усмотрение частного сектора, а баланс центрального банка должен быть защищен от кредитного риска.

Странам с формирующимся рынком также необходимо смягчить денежно-кредитные условия в ответ на ухудшение перспектив. Вместе с тем во многих из этих стран задачи центральных банков дополнительно усложняются ввиду необходимости поддерживать внешнюю стабильность, несмотря на весьма неустойчивые потоки финансирования. Финансирование в странах с формирующимся рынком подвержено резким сбоям (внезапному прекращению притоков) в значительно большей степени, чем в странах с развитой экономикой, отчасти вследствие большей обеспокоенности относительно кредитоспособности государства. Страны с формирующимся рынком также имеют тенденцию привлекать более значительную долю займов в иностранной валюте, в связи с чем сильное снижение обменного курса может нанести тяжелый урон их балансам. Таким образом, хотя большинство центральных банков в этих странах снизило процентные ставки в ответ на глобальный спад, они проявляли при этом обоснованную осторожность для сохранения стимулов для притока капитала и во избежание неупорядоченных изменений обменного курса.

Заглядывая в будущее мировой экономики после кризиса, можно сказать, что одной из главных задач будет определение надлежащих темпов изъятия предоставляемого в настоящее время экстренного денежно-кредитного стимула. Слишком быстрые действия рискуют подорвать подъем, который, вероятно, будет неустойчивым, но чрезмерное промедление может быть чревато риском перегрева и возникновения новых «пузырей» цен активов.

### **Сочетание бюджетного стимула и устойчивости**

Учитывая масштабы спада и ограниченную эффективность денежно-кредитной политики, налогово-бюджетная политика должна играть решающую роль в обеспечении поддержки для глобальной экономики в краткосрочной перспективе. Прошлый опыт свидетельствует о том, что налогово-бюджетная политика особенно эффективна для сокращения продолжительности спадов, вызванных финансовыми кризисами (глава 3). Вместе с тем, возможности для предоставления такой бюджетной поддержки оказываются ограниченными, если такие меры приводят к ослаблению доверия. Таким образом, правительствам необходимо найти трудный компромисс — проводить политику бюджетной экспансии в краткосрочной перспективе, но при этом способствовать укреплению уверенности в среднесрочной перспективе. Как только подъем закрепится, необходима будет бюджетная консолидация, которой может содействовать прочная среднесрочная бюджетная программа. Вместе с тем

консолидацию не следует начинать преждевременно. Хотя правительства принимают меры по предоставлению значительного экономического стимула в 2009 году, теперь стало очевидно, что в 2010 году эти усилия необходимо как минимум продолжать на том же уровне, а то и увеличить. Страны, располагающие бюджетными возможностями, должны быть готовы принять новые меры в области стимулирования, необходимые для поддержания подъема. Насколько возможно, это должно быть результатом совместных усилий, поскольку эффект от мер, принимаемых отдельными странами, будет отчасти распространяться за их границы, но это пойдет на пользу глобальной экономике.

Каким образом можно устранить противоречие между стимулом и устойчивым развитием экономики? Одним из ключевых элементов является выбор мер стимулирования. По мере возможности они должны носить временный характер и обеспечивать максимальную отдачу на вложенные средства (например, ускорение расходования средств на уже планируемые или существующие проекты и ограниченные по срокам снижения налогов для домашних хозяйств с ограниченным доступом к кредитам). Желательно также выбирать меры, обеспечивающие долгосрочное укрепление производственного потенциала экономики, например, расходы на инфраструктуру. Во-вторых, правительствам необходимо дополнить инициативы по предоставлению краткосрочных стимулов реформами, направленными на укрепление среднесрочной бюджетной программы, с тем чтобы внушить уверенность в ликвидации краткосрочных дефицитов и сдерживании государственного долга. В-третьих, одним из важнейших элементов обеспечения устойчивости бюджета во многих странах было бы достижение конкретных результатов в решении бюджетных проблем, обусловленных старением населения. Хотя издержки текущего финансового кризиса значительны, они не идут ни в какое сравнение с предстоящими издержками вследствие увеличения расходов на социальное обеспечение и здравоохранение для пожилого населения. Проведение действенных реформ этих программ, возможно, не сразу скажется на бюджетных счетах, но может оказать огромное влияние на бюджетные перспективы и тем самым помочь сохранить фискальные возможности для предоставления краткосрочной бюджетной поддержки.

### **Среднесрочные проблемы экономической политики**

В основе сбой рыночного механизма, который привел к текущему кризису, был оптимизм, порожденный длительным периодом высоких темпов роста и низких реальных процентных ставок и волатильности, а также недостатками политики. Финансовое регулирование не было оснащено инструментами для преодоления концентрации рисков и искаженных стимулов, скрывавшихся за бумом финансовых инноваций. Макроэкономическая политика не учитывала нарастания системных рисков в финансовой системе и на рынках жилья.

Это создает серьезные среднесрочные проблемы для директивных органов. В отношении финансовой политики задача сейчас состоит в расширении периметра регулирования, придания ему большей гибкости для охвата всех системно значимых организаций. Кроме того, необходимо разработать макропруденциальный подход к регулированию, который охватит структуры оплаты труда, смягчающие

проциклические риски, надежные механизмы установления рыночного равновесия, правила учета, адаптированные к неликвидным ценным бумагам, прозрачность относительно природы и местонахождения рисков для содействия рыночной дисциплине, улучшение управления системной ликвидностью.

В области макроэкономической политики центральным банкам следует также принять более широкую макропруденциальную позицию, уделять должное внимание финансовой стабильности, а также стабильности цен, учитывая динамику цен активов, кредитные бумы, леверидж и нарастание системных рисков. Налогово-бюджетным директивным органам потребуется сократить дефициты и вывести государственный долг на экономически приемлемую траекторию.

Необходимо укрепить международную координацию и сотрудничество в области экономической политики на основе более совершенных систем раннего предупреждения и более открытого обмена информацией о рисках. Особенно настоятельным является сотрудничество в финансовой политике ввиду серьезных последствий, которые внутренние меры могут иметь для других стран. В то же время быстрое завершение Дохского раунда многосторонних торговых переговоров может улучшить перспективы роста мировой экономики, а мощная поддержка со стороны источников на двухстороннем и многостороннем уровне, в том числе от МВФ, может помочь ограничить негативные и социальные последствия во многих странах с формирующимся рынком и развивающихся странах.

**Тезисы для прессы по главе 3:  
«От спада к подъему — насколько быстро и динамично?»  
Перспективы развития мировой экономики, апрель 2009 года  
Подготовили: Марко Терронес, Аласдэр Скотт и Пракаш Каннан**

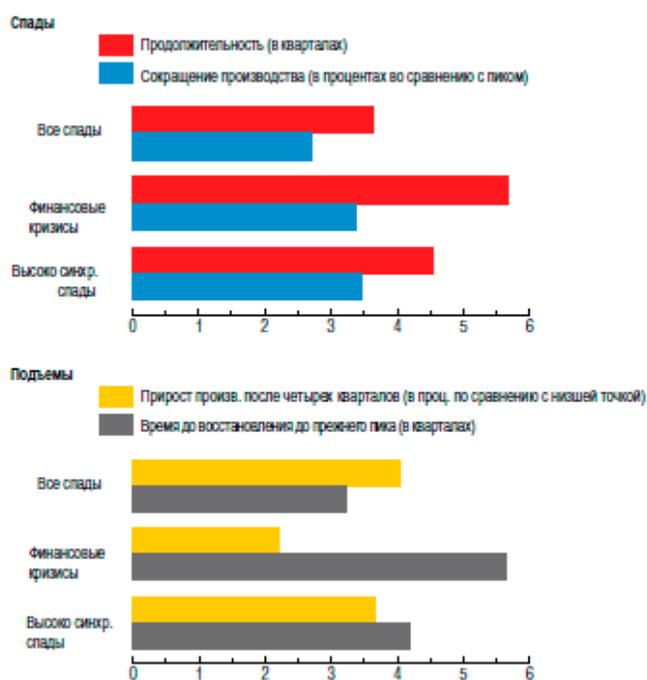
**Основные положения**

- **Спады, связанные с финансовыми кризисами, как правило, оказываются глубокими. Подъемы после таких спадов обычно идут медленно. Если такие спады оказываются глобально синхронизированными, они зачастую являются еще более продолжительными, а подъемы после них бывают еще более медленными.**
- **Антициклические меры политики могут способствовать окончанию спадов и повышению динамичности подъемов. В частности, экспансионистская налогово-бюджетная политика представляется особенно действенной. Денежно-кредитная политика может способствовать сокращению продолжительности таких спадов, но она является менее действенной, чем обычно.**
- **Эти выводы указывают на то, что текущий спад, вероятно, будет необычно продолжительным и глубоким, а подъем после него — медленным. Вместе с тем, активные антициклические меры политики в сочетании с восстановлением доверия к финансовому сектору могут способствовать ускорению подъема.**

**В главе 3 рассматриваются сложившиеся схемы спадов и подъемов и роль макроэкономической политики. В ней изучаются циклы деловой активности в 21 стране с развитой экономикой с 1960 года по настоящее время. За исключением текущего спада выборка охватывает 15 спадов, которые могут быть связаны с финансовыми кризисами, и три эпизода глобально синхронизированных спадов: 1975, 1980 и 1992 годов.**

**Как правило, спады являются непродолжительными, а подъемы имеют динамичный характер. Типичный спад продолжается**

Средние статистические показатели по спадам и подъемам



Источник: расчеты персонала МВФ.

примерно год, а подъем часто длится больше пяти лет. Подъемы после спадов имеют динамичный характер, что объясняется эффектом восстановления. Спады и подъемы в странах с развитой экономикой со временем изменились — с середины 1980-х годов спады стали реже и умереннее, в то время как периоды подъема стали характеризоваться большей продолжительностью.

**Но различные шоки связаны с различной макроэкономической и финансовой динамикой во время спадов и подъемов.** В частности, спады, связанные с финансовыми кризисами, как правило, оказываются более глубокими и продолжительными. Финансовые кризисы обычно следуют за периодами быстрого увеличения кредитования и динамичного повышения цен на активы. Подъемы после таких рецессий часто сдерживаются слабым частным спросом и кредитом, которые отчасти объясняются стремлением населения увеличить нормы сбережения для восстановления балансов. Движущей силой таких спадов обычно был рост чистой торговли после ослабления обменных курсов и снижения издержек на единицу продукции.

**Глобально синхронизированные спады являются более продолжительными и глубокими, чем другие спады.** Помимо текущего цикла, с 1960 года имели место еще три эпизода, когда 10 или более из 21 входящей в выборку страны с развитой экономикой одновременно находились в фазе спада: 1975 года, 1980 года и 1992 года. Продолжительность синхронного спада в среднем почти в 1½ раза больше, чем продолжительность обычного спада. Подъемы после синхронизированных спадов также обычно являются очень медленными из-за слабого внешнего спроса, особенно если США также переживают спад: во время спадов 1975 и 1980 годов резкое снижение импорта США способствовало значительному сокращению мировой торговли.



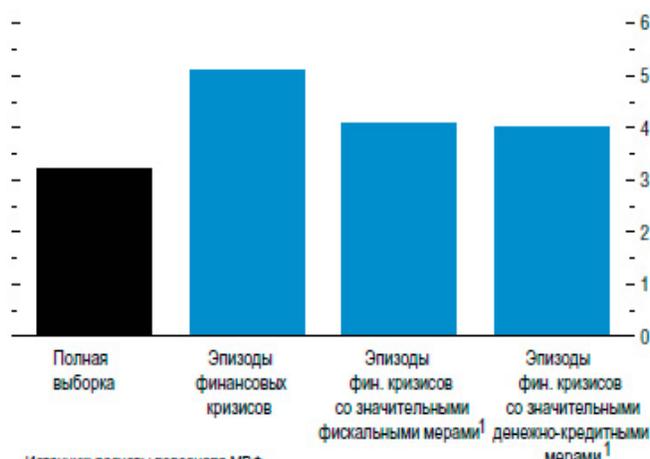
**Анализ указывает на то, что сочетание финансового кризиса и глобально синхронизированного спада, весьма вероятно, приведет к необычно глубокому и продолжительному спаду.** Исторически это сочетание нечасто встречается, и выводы из него следует делать с осторожностью. Тем не менее то обстоятельство, что текущий спад является высоко синхронизированным и связан с глубокими финансовыми кризисами, предполагает, что он, вероятно, будет продолжительным, а подъем будет слабее, чем в среднем.

**Макроэкономическая политика может сыграть важную роль в уменьшении остроты спадов и ускорении наступления подъема.**

Денежно-кредитная политика, как правило, играла важную роль в окончании спадов и укреплении подъемов, однако она является менее действенной во время финансовых кризисов. Налогово-бюджетная политика представляется более целесообразной во время этих эпизодов, что соответствует свидетельствам того, что такая политика является более действенной, когда экономические агенты сталкиваются с более

жесткими ограничениями ликвидности. Налогово-бюджетные стимулы также сопровождали более активные подъемы; однако было установлено, что влияние налогово-бюджетной политики на активность подъема является менее значительным в странах с высоким уровнем государственного долга.

Оценки медианной продолжительности спадов  
(В кварталах)



Источник: расчеты персонала МВФ.

<sup>1</sup>Относится, соответственно, к увеличению государственного потребления или снижению реальных процентных ставок на одно стандартное отклонение.

**Преодоление текущего глобального спада потребует координированной денежно-кредитной, налогово-бюджетной и финансовой политики.** Для поддержки совокупного спроса в краткосрочной перспективе необходимы активные меры денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики. Но даже при проведении таких мер один из самых важных уроков, вынесенных из эпизодов финансовых кризисов, заключается в том, что восстановление доверия к финансовому сектору является критически важным для результативности макроэкономической политики и устойчивого начала подъема.

**Тезисы для прессы по главе 4: «Как финансовые связи подпитывают пламя. Механизм передачи финансового стресса в странах с развитой экономикой на страны с формирующимся рынком»**

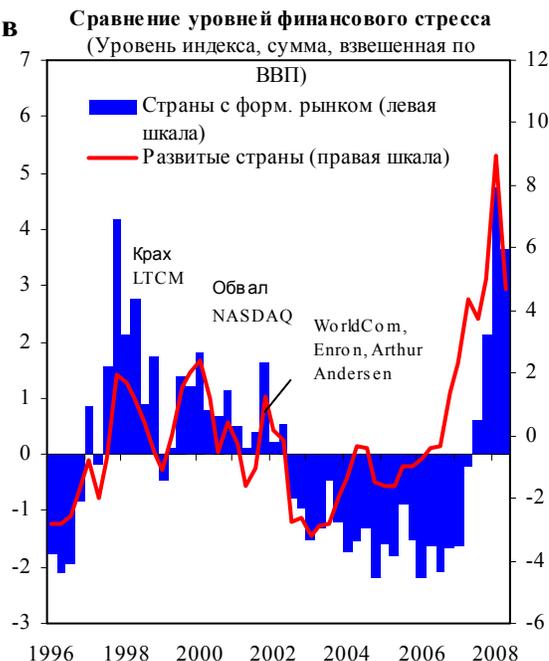
**Перспективы развития мировой экономики, апрель 2009 года**

**Подготовили: Стефан Даннингер, Рави Балакришнан,  
Селим Элекдаг и Ирина Тайтелл**

**Основные положения**

- **Финансовые кризисы из стран с развитой экономикой активно и быстро распространились на страны с формирующимся рынком, при этом финансовые связи являются важнейшим механизмом передачи воздействия.**
- **Снижение потоков капитала в страны с формирующимся рынком может быть продолжительным ввиду проблем платежеспособности, с которыми сталкиваются банки развитых стран, предоставляющие значительное финансирование странам с формирующимся рынком.**
- **Необходимы скоординированные ответные меры политики стран с развитой экономикой и стран с формирующимся рынком, поскольку уменьшение факторов уязвимости отдельных стран само по себе не может защитить страны с формирующимся рынком от воздействия крупного финансового потрясения в странах с развитой экономикой.**

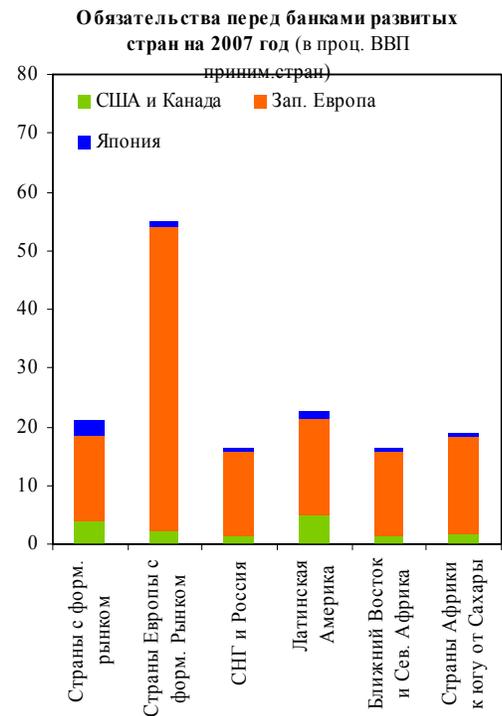
**В главе 4 изучается, как финансовый стресс в странах с развитой экономикой передается странам с формирующимся рынком, при этом используется новый индекс финансового стресса для стран с формирующимся рынком. Основанный на индексе, введенном для стран с развитой экономикой в октябрьском выпуске «Перспектив развития мировой экономики» 2008 года, индекс финансового стресса для стран с формирующимся рынком охватывает изменения на фондовых и валютных рынках и в банковском секторе. Он имеется по 18 странам с формирующимся рынком на ежемесячной основе с 1997 года.**



**Анализ с применением этого индекса показал, что в прошлом финансовые кризисы в странах с развитой экономикой мощно и быстро воздействовали на страны с формирующимся рынком.** В соответствии с этой устоявшейся схемой беспрецедентное повышение уровня финансового стресса в странах с развитой экономикой в третьем квартале 2008 года оказало огромное воздействие на страны с формирующимся рынком. В четвертом квартале уровень финансового стресса был высок во всех регионах с формирующимися рынками и в среднем превышал уровень, достигнутый во время кризиса в Азии (первый рисунок).

**Масштабы передачи финансового стресса связаны с глубиной финансовых связей между странами с развитой экономикой и странами с формирующимся рынком, особенно через банковское кредитование.** В среднем динамика стресса в странах с формирующимся рынком почти полностью совпадает с динамикой стресса в странах с развитой экономикой, но между отдельными странами существуют значительные различия. Эмпирический анализ совместной динамики стресса показывает, что более прочные финансовые связи (то есть через банковские, портфельные и прямые иностранные инвестиции) со странами с развитой экономикой связаны с более высоким коэффициентом передачи воздействия финансового стресса. Во время последнего кризиса банковские кредитные связи, по-видимому, были основной движущей силой передачи воздействия стресса.

**Тесные банковские кредитные связи между странами Европы с формирующимся рынком и Западной Европой представляют собой важные факторы, объясняющие происходящие финансовые потрясения в странах Европы с формирующимся рынком.** С середины 1990-х годов западноевропейские банки доминировали в потоках банковских кредитов в страны с формирующимся рынком. К концу 2007 года активы этих банков достигли 10 процентов ВВП стран с развитой экономикой по сравнению с 2,5 процентами ВВП (в общей сложности) для банков Канады, Японии и США. Требования к странам Европы с формирующимся рынком, измеряемые относительно их ВВП (ВВП принимающих стран) выделяются как самые большие среди других регионов с формирующимся рынком (второй рисунок).



**Исторические данные прошлых периодов предполагают, что важнейшая роль банков в текущем кризисе может предвещать продолжительное сокращение потоков капитала в страны с формирующимся рынком.** Свидетельства прошлых эпизодов системных банковских стрессов в странах с развитой экономикой (латиноамериканский долговой кризис начала 1980-х годов и

японский банковский кризис 1990-х годов) показывают, что снижение потоков капитала часто бывает значительным и затяжным. Ввиду значительных фактических рисков стран Европы с формирующимся рынком это может существенно сказаться на этих странах.

**Для предотвращения дальнейшего нарастания и распространения финансового стресса необходимы координированные ответные меры политики стран с развитой экономикой и стран с формирующимся рынком.** Уменьшение факторов уязвимости отдельных стран не может обеспечить защиты стран с формирующимся рынком от воздействия крупного финансового потрясения в странах с развитой экономикой. В главе делается вывод о том, что укрепление сальдо счета текущих операций и сальдо бюджета практически не уменьшает передачу финансового стресса от стран с развитой экономикой в страны с формирующимся рынком в периоды финансового кризиса. Однако такие меры могут смягчить воздействие на реальный сектор стран с формирующимся рынком и помочь в восстановлении финансовой стабильности и притоков иностранного капитала после того, как финансовый стресс начнет уменьшаться.