

# Формирующиеся

# рынки вступают в эпоху зрелости

М. Айхан Кёсе и Эсвар С. Прасад

**П**РЕВОСХОДНЫЕ показатели стран с формирующимся рынком — группы стран со средними доходами, которые быстро интегрировались в глобальные рынки с середины 1980-х годов, — составляли историю роста последнего десятилетия. После столкновений с разного рода кризисами в 1980-е и 1990-е годы формирующиеся рынки обрели свое лицо в 2000-е годы, демонстрируя выдающиеся темпы роста и в то же время удерживая инфляцию и другие потенциальные проблемы в значительной степени под контролем.

До глобального финансового кризиса 2008–2009-х годов среди инвесторов и директивных органов росло ощущение того, что страны с формирующимся рынком, с их новой экономической мощью, стали более устойчивыми к шокам, возникающим в странах с развитой экономикой. Действительно, эмпирические данные показывают, что в последние два десятилетия происходила конвергенция экономических циклов стран с формирующимся рынком и конвергенция среди стран с развитой экономикой, а также наблюдалась постепенная дивергенция циклов между этими двумя группами, называемая расхождением траекторий экономического цикла. Колебания на *финансовых рынках* стали более взаимосвязанными между этими двумя совокупностями стран, но это не привело к более сильным вторичным эффектам в *реальной экономике*, производящей товары и услуги.

Однако представляется, что глобальный финансовый кризис отменил такие понятия о расхождении траекторий экономического цикла. Он бросил тень сомнения на способность стран с формирующимся рынком защитить себя от изменений в странах с развитой экономикой. Вместе с тем, когда самый худший период кризиса начал проходить, стало очевидно, что страны с формирующимся рынком как группа выдержали глобальную рецессию лучше, чем страны с развитой экономикой. За последний год во многих странах с формирующимся рынком темпы роста быстро вернулись к прежним уровням, и представляется, что эти страны как группа готовы показать высокие темпы роста в течение последующих нескольких лет (см. рис. 1).

Это не означает, что все страны с формирующимся рынком одинаково хорошо справились с глобальной рецессией. Существует значительный разброс в степени устойчивости, продемонстрированной ими во время финансового кризиса. И в этом заключаются некоторые важные уроки относительно будущих траекторий роста в этих странах и проблем, с которыми они могут столкнуться.

По мере роста стран с формирующимся рынком их значение в мировой экономике будет продолжать увеличиваться. Это экономическое восхождение позволит им играть более важную роль в совершенствовании глобального экономического управления, до тех пор пока они будут применять надлежащие меры экономической политики и активизировать реформы, которые способствовали их устойчивости во время глобальной рецессии. В общем и целом, страны с формирующимся рынком — хозяева своей собственной судьбы.

## Меняющиеся факторы глобального роста

В последние пять десятилетий наблюдались существенные изменения в распределении мирового валового внутреннего продукта (ВВП)

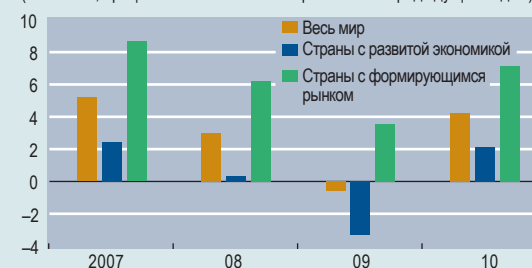
**Эти активные страны со средними доходами выдержали глобальную рецессию, но они сталкиваются с препятствиями, по мере того как стремятся упрочить свое положение в мировой экономике**

Рисунок 1

### Возврат к прежним уровням

Страны с формирующимся рынком пережили Великую рецессию лучше и восстановились после нее быстрее, чем страны с развитой экономикой.

(Рост ВВП, процентное изменение по сравнению с предыдущим годом)



Источник: расчеты персонала МВФ.

Примечание. Данные за 2010 год основаны на прогнозах, содержащихся в издании МВФ «Перспективы развития мировой экономики» (октябрь 2010 года). В расчетах темпов роста использованы темпы роста реального ВВП по каждой стране со взвешиванием по паритету покупательной способности.

между различными группами стран. В 1960–1985 годы на страны с развитой экономикой приходилось в среднем примерно три четверти глобального ВВП при измерении в текущих долларах с поправкой на различия в покупательной способности по странам. Со временем эта доля постепенно уменьшалась, и к 2008–2009 годам она сократилась до 57 процентов. Напротив, доля стран с формирующимся рынком постоянно увеличивалась — с почти 17 процентов в 1960-х годах до в среднем 31 процента в период быстрой глобальной торговой и финансовой интеграции, которая началась в середине 1990-х годов. К 2008–2009 годам она приближалась к 40 процентам (см. рис. 2).

Растущее значение стран с формирующимся рынком становится еще более очевидным, если рассмотреть их вклад в рост мирового объема производства.

В 1973–1985 годах на долю стран с развитой экономикой приходилось примерно 60 процентов годового роста мирового ВВП в размере 3,4 процента. Вклад стран с формирующимся рынком составлял одну треть (оставшаяся часть приходится на другие развивающиеся страны). В период глобализации (1986–2007 годы) темп роста мирового ВВП составил в среднем 3,7 процента в год, а вклад стран с формирующимся рынком возрос до приблизительно 47 процентов. Доля стран с развитой экономикой упала примерно до 49 процентов.

За два года финансового кризиса произошел ошеломляющий сдвиг в этих относительных вкладах. В 2008–2009 годах страны с формирующимся рынком стали единственным локомотивом роста мирового ВВП, в то время как страны с развитой экономикой испытали значительное замедление роста. Прямой вклад стран с формирующимся рынком в глобальный рост продолжал увеличиваться с течением времени и был еще более интенсивным в период финансового кризиса, тогда как для стран с развитой экономикой было верно обратное.

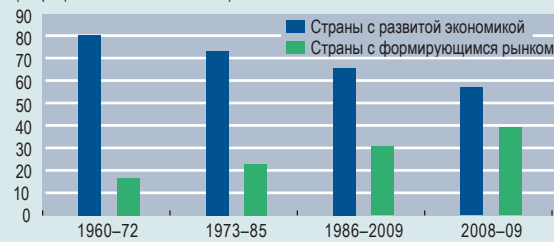
### Дивергенция показателей

Хотя страны с формирующимся рынком как группа демонстрировали хорошие показатели во время глобальной рецессии 2009 года, между этими странами, а также по регионам существовали резкие различия. Наиболее благоприятные результаты отмечались в странах Азии с формирующимся рынком, которые выдержали разрушительное воздействие глобального кризиса с относительно умеренным снижением темпов роста. Индия и Китай, две крупнейшие страны с формирующимся рынком в Азии, поддерживали устойчивые темпы роста во время кризиса и играли важную роль в общих результатах этого региона. Если исключить Индию и Китай, общие показатели стран Азии с формирующимся рынком становятся менее впечатляющими (см. таблицу).

Рисунок 2

#### Растущая значимость

Доля стран с формирующимся рынком в мировом ВВП устойчиво возрастала на протяжении последних пяти десятилетий. (В процентах глобального ВВП)



Источник: расчеты персонала МВФ. Примечание. Приведенные значения соответствуют средним за период в процентном отношении к ВВП, рассчитанным с использованием обменных курсов на основе паритета покупательной способности. Сумма показателей не равна 100 процентам, так как в расчеты включались не все страны, а только страны с развитой экономикой и страны с формирующимся рынком.

В то время как у стран Азии с формирующимся рынком дела шли хорошо, страны Европы с формирующимся рынком имели низкие показатели и испытали самое резкое падение совокупного объема производства в 2009 году. Латинская Америка также претерпела сильный удар. Но многие страны с формирующимся рынком в Латинской Америке оправились от него относительно уверенно — в отличие от более ранних эпизодов глобальных финансовых потрясений, во время которых страны Латинской Америки оказались уязвимыми к тяжелым валютным и долговым кризисам.

Страны с формирующимся рынком в регионе Ближнего Востока и Северной Африки (БВСА), а также в Африке к югу от Сахары выдержали кризис лучше, чем Латинская Америка, испытав лишь небольшое сокращение объема производства. Причина относительно хороших результатов стран Африки к югу от Сахары и БВСА, возможно, заключается в их умеренной подверженности воздействию торговых и финансовых потоков из стран с развитой экономикой, которая ограничивала масштабы вторичных эффектов глобального шока.

### В чем причина устойчивости?

Относительная устойчивость стран с формирующимся рынком как группы во время глобального финансового кризиса объясняется многими факторами. Некоторые из них относятся к решениям в области экономической политики, принятым этими странами, тогда как другие связаны с основополагающими структурными изменениями в их экономике. Эти факторы также помогают объяснить различия в степени устойчивости между разными группами стран с формирующимся рынком.

• Благодаря более совершенным мерам экономической политики большинству стран с формирующимся рынком в последнее десятилетие удалось поставить инфляцию под контроль при помощи сочетания более строгих мер налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики. Действительно, в настоящее время многие страны с формирующимся рынком применяют, в той или иной форме, таргетирование инфляции — явное или неявное, мягкое или жесткое — наряду с гибкими обменными курсами, что помогает амортизировать внешние шоки. Пруденциальная налогово-бюджетная политика, результатом которой были низкие уровни бюджетного дефицита и государственного долга, обеспечила странам с формирующимся рынком возможность для решительной ответной реакции при помощи контрциклических мер налогово-бюджетной политики в целях нейтрализации ограничительных эффектов кризиса. Кроме того, страны с формирующимся рынком, имевшие низкий уровень инфляции, имели возможность применять политику денежно-кредитной экспансии для стимулирования внутреннего спроса.

### Неодинаковые результаты

Страны Азии с формирующимся рынком испытали умеренное замедление роста во время кризиса, тогда как в странах Европы с формирующимся рынком наблюдалось его резкое снижение. (Рост ВВП, процентное изменение по сравнению с предыдущим годом)

	2007	2008	2009	Прогноз 2010
Страны Азии с формирующимся рынком	10,6	6,8	5,8	9,3
Страны Азии с формирующимся рынком, кроме Китая, Индии и САР Гонконг	5,9	3,0	0,6	7,1
Страны Европы с формирующимся рынком	7,6	4,7	-6,3	3,1
Страны Латинской Америки с формирующимся рынком	5,7	4,2	-2,0	6,0
Ближний Восток и Северная Африка	6,0	4,8	1,9	4,1
Африка к югу от Сахары	7,1	5,6	2,7	4,9

Источник: расчеты персонала МВФ. Данные за 2010 год основаны на прогнозах, содержащихся в издании МВФ «Перспективы развития мировой экономики» (октябрь 2010 года). Примечание. Темпы роста по группам рассчитаны с использованием темпов роста реального ВВП по отдельным странам, взвешенных по паритету покупательной способности.

• *Меньшая зависимость от внешнего финансирования и изменения в структуре внешнего долга* понизили уязвимость этих стран к резким колебаниям потоков капитала. В течение прошедшего десятилетия страны с формирующимся рынком как группа были чистыми экспортёрами капитала. Страны Азии с формирующимся рынком, в особенности Китай, в последние годы имели значительный профицит по счету текущих операций. Разумеется, существуют и другие страны с формирующимся рынком (особенно в Европе), которые до кризиса имели крупный дефицит по текущим операциям. Эта последняя группа оказалась наиболее уязвимой к кризису, так как кредитные бумы в этих странах финансировались в основном за счет иностранного капитала, а не внутренних сбережений (см. «Повесть о двух регионах» в мартовском выпуске «Ф&Р» 2010 года). Однако изменения в характере потоков капитала в страны с формирующимся рынком уменьшили их общую уязвимость к внезапным прекращением притока капитала. В последнее десятилетие дисциплинированная макроэкономическая политика способствовала переходу к более стабильным формам притока капитала в ряд стран с формирующимся рынком: от долга к прямым иностранным инвестициям (ПИИ) и инвестициям в инструменты участия в капитале. В частности, ПИИ обычно сопряжены с меньшим риском для принимающей страны.

• Кроме того, *крупные буферные запасы валютных резервов* обеспечивали защиту от внезапных резких изменений в настроениях инвесторов. После азиатского финансового кризиса 1997–1998 годов страны с формирующимся рынком во всем мире создали крупные валютные резервы частично как результат стратегий экономического роста, ориентированных на экспорт, а частично как средство самозащиты от кризисов, связанных с внезапным прекращением или радикальным изменением направления притоков капитала. Страны с формирующимся рынком накопили валютные резервы в размере приблизительно 5,5 трлн долл. США, почти половина из которых приходится на долю Китая. Эти резервы пригодились во время кризиса, но, как обсуждается позднее, выгоды от них необходимо сопоставлять с издержками, связанными с накоплением таких резервов.

• *Характер производства и экспорта стран с формирующимся рынком стал значительно более диверсифицированным*, хотя это в значительной степени нейтрализовало вертикальную специализацию, в рамках которой одни страны поставляют комплектующие детали, а другие — промежуточную продукцию стране, являющейся конечным экспортёром. Эта специализация приводила, особенно в Азии, к формированию региональных цепей поставок. Диверсификация предоставляет лишь ограниченную защиту от крупных глобальных шоков, но при условии, что макроэкономические эффекты шоков неодинаковы для всех экспортных рынков стран с формирующимся рынком, она может помочь им справляться с шоками, возникающими в ходе нормального экономического цикла.

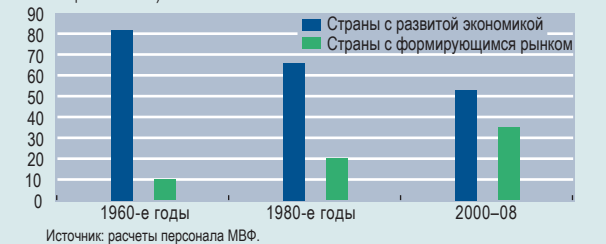
• *Более тесные торговые и финансовые связи между странами с формирующимся рынком* укрепили их устойчивость как группы стран (см. рис. 3). Высокие темпы роста в странах с формирующимся рынком оградили страны-экспортёры биржевых товаров от спадов в странах с развитой экономикой. Продолжающийся быстрый экономический рост Китая во время кризиса, поддерживаемый резким притоком инвестиций, активизировал спрос на биржевые товары со стороны стран с формирующимся рынком, таких как Бразилия и Чили, и повысил спрос на сырьевые товары и промежуточные вводимые ресурсы со стороны других стран Азии с формирующимся рынком. Расширение торговых потоков между странами с формирующимся рынком сопровождалось увеличением финансовых потоков внутри этой группы.

• *Более широкая дивергенция экономических циклов в странах с формирующимся рынком и соответствующих циклов в странах*

Рисунок 3

### Торговля друг с другом

Страны с формирующимся рынком все больше торгуют друг с другом, а не со странами с развитой экономикой. (Направленность торговли стран с формирующимся рынком, в процентах от общего объема)



Источник: расчеты персонала МВФ. Примечание. Торговые потоки рассчитаны путем агрегирования данных по экспорту и импорту стран с формирующимся рынком на двусторонней основе. Сумма показателей не равна 100 процентам, так как в расчеты включены не все страны, а только страны с развитой экономикой и страны с формирующимся рынком.

с развитой экономикой также повысила устойчивость. Растущие торговые и финансовые связи внутри группы, которые обсуждались выше, укрепили эту тенденцию. Кроме того, региональные инициативы содействовали финансовой интеграции и финансовому развитию среди некоторых стран Азии, хотя охват и масштабы этих инициатив остаются ограниченными.

• *Повышающиеся уровни доходов на душу населения и быстро растущий средний класс* привели к увеличению размеров внутренних рынков, что сделало страны с формирующимся рынком потенциально менее зависимыми от внешней торговли для получения выгод от экономии при увеличении масштабов в структуре их производства, а также менее подверженными обвалам экспорта. Однако частное потребление не всегда может быть в состоянии восполнить недогрузку производственных мощностей в случае негативных шоков для роста экспорта.

### Хорошие и плохие

• Эти факторы отчетливее выявляются при более тщательном рассмотрении опыта двух групп стран с формирующимся рынком, между которыми существует явный контраст с точки зрения их устойчивости к глобальному финансовому кризису. До кризиса средний рост ВВП на душу населения был самым высоким в странах с формирующимся рынком в Азии и Европе. Но с тех пор судьбы этих стран разошлись. В то время как страны Азии с формирующимся рынком, в частности Индия и Китай, были одними из наиболее устойчивых в период кризиса, некоторые из стран Европы с формирующимся рынком понесли самый тяжелый урон.

Страны Азии с формирующимся рынком были относительно хорошо защищены от последствий финансового кризиса, возможно, по нижеследующим причинам:

• Финансовые рынки имеют относительно ограниченную зависимость от внешнего банковского финансирования, что сужало каналы распространения цепной реакции в финансовой сфере, а также предохраняло финансирование торговли от краха.

• Высокие и растущие нормы сбережения опережали растущие нормы инвестирования, что приводило к профицитам по счету текущих операций и росту запасов валютных резервов и тем самым ограждало регион в целом от последствий внезапного прекращения притока капитала из стран с развитой экономикой.

• Пруденциальная макроэкономическая политика, проводимая в ряде этих стран, обеспечивала гибкость в налогово-бюджетной сфере, позволявшую принимать решительные меры в ответ на вторичные эффекты кризиса.

Напротив, страны Европы с формирующимся рынком были особенно уязвимыми к шокам, вызванным кризисом. Они сильно зависели от внешнего финансирования, что находило

отражение в крупных дефицитах по счету текущих операций; имели значительные открытые позиции с иностранными банками, что давало множество преимуществ, но также служило каналом для передачи воздействия кризиса; и проводили быстрое расширение кредита в годы, предшествовавшие кризису, которое стало трудно поддерживать после прекращения внешнего банковского финансирования.

## Уроки

Проведенный нами анализ указывает на ряд важных уроков, а также представляет несколько примеров ситуаций, в которых директивные органы могут быть склонны сделать неправильные выводы.

Во-первых, в благоприятные времена директивные органы должны стремиться создавать более широкое пространство для принятия мер макроэкономической политики в ответ на негативные шоки. Страны с формирующимся рынком, в которых отмечались более низкие уровни государственного долга (по отношению к ВВП), имели больше возможностей для принятия решительных контрциклических мер налогово-бюджетной политики в ответ на глобальный финансовый кризис и меньше поводов для озбоченности относительно ухудшения условий для выполнения их обязательств по обслуживанию долга.

Во-вторых, стратегия экономического роста, обеспечивающая хороший баланс между внутренним и внешним спросом, может приводить к более устойчивым результатам.

В-третьих — и это отнюдь не ново, — страны с формирующимся рынком могут извлечь значительные косвенные выгоды из открытости экономики для иностранного капитала, но должны проявлять осторожность относительно зависимости от некоторых форм капитала, в частности, краткосрочно-внешнего долга.

В-четвертых, емкая и хорошо регулируемая финансовая система может способствовать более эффективному освоению притоков капитала и снижению уязвимости по отношению к изменчивым притокам капитала. Кроме того, она может усиливать передачу воздействия денежно-кредитной политики и расширять ее возможности как контрциклического инструмента. Это означает, что развитие и реформы финансового рынка являются важным приоритетом в большинстве стран с формирующимся рынком. Хотя некоторые страны с формирующимся рынком не были сильно затронуты кризисом именно потому, что их финансовые рынки были недостаточно развиты, это имеет потенциально негативные долгосрочные последствия для роста, а также распределения благ, создаваемых ростом (см. «Доверие к правительству» в настоящем выпуске «Ф&Р»).

Кроме того, хотя большие буферные запасы валютных резервов могут уменьшить факторы уязвимости, создаваемые кризисом, существуют также значительные издержки, связанные с накоплением крупных сумм резервов. Одной из издержек являются процентные платежи по государственным облигациям, которые используются для поглощения ликвидности, создаваемой этими притоками (когда они конвертируются в национальную валюту). Без такой стерилизации возникли бы риски инфляционной спирали во внутренней экономике. Менее ощутимыми, но столь же важными издержками являются ограничения на внутренние меры экономической политики, используемые для поддержания фиксированных обменных курсов; такие ограничения часто включают государственную собственность на банки, жесткие ограничения на потоки капитала и государственный контроль за процентными ставками.

## Противодействие новым проблемам

Вследствие кризиса возникло резкое разделение между странами с развитой экономикой и странами с формирующимся рынком с точки зрения краткосрочных рисков и задач политики, с которыми они сталкиваются. В странах с развитой эконо-

микой главной проблемой являются низкие темпы роста и дефляционное давление. Традиционная денежно-кредитная политика достигла своих пределов, и долг возрос до настолько высоких уровней, что он ограничивает возможности налогово-бюджетной политики. Напротив, во многих странах с формирующимся рынком темпы роста вновь резко повысились, и некоторые из этих стран сталкиваются с растущей инфляцией, активным усилением притоков капитала и сопутствующим ему риском вздутия цен на рынках активов и кредита, а также угрозой быстрого повышения валютных курсов.

Наряду с увеличением их экономического веса, страны с формирующимся рынком становятся более важными участниками процесса определения глобальных приоритетов. Неофициальное признание Группы 20-ти крупных стран в качестве основного органа, определяющего глобальную экономическую программу, предоставило странам с формирующимся рынком видное место за столом переговоров. То же справедливо и в отношении международных организаций, таких как новый Совет по вопросам финансовой стабильности и существующий 65 лет Международный Валютный Фонд, в которых страны с формирующимся рынком получают гораздо более широкие права голоса, чем раньше.

Хотя страны с формирующимся рынком достигли хорошего уровня зрелости во многих отношениях, они по-прежнему сталкиваются с серьезными проблемами внутренней экономической политики, которые могут ограничить потенциал их роста. Развитие финансового рынка имеет существенное значение для более эффективного направления внутренних и внешних сбережений на цели производительных инвестиций. Это, в сочетании с тщательно проработанными системами социальной защиты, имеет важное значение для более равномерного распределения результатов экономического роста. Следует уделять основное внимание более сбалансированному росту, а не придерживаться узкой направленности на увеличение общего объема ВВП без учета последствий для распределения и окружающей среды.

Глобальный финансовый кризис предоставляет странам с формирующимся рынком уникальную возможность достичь зрелости еще в одном отношении — принятии более высокой ответственности за глобальную экономическую и финансовую стабильность. При том что страны с формирующимся рынком, такие как Индия и Китай, остаются относительно бедными с точки зрения доходов на душу населения, в силу одного только общего размера их экономики важно, чтобы эти страны учитывали региональные и глобальные последствия принимаемых ими решений в области экономической политики. Поэтому им необходимо будет играть активную роль в определении направления международных дискуссий по ключевым вопросам экономической политики, включая укрепление глобального экономического управления. Их долгосрочным интересам служит принятие на себя инициативы в решении глобальных задач — от устранения торговых барьеров до борьбы с изменением климата, вместо того чтобы узко сосредоточиваться на своих собственных, по их представлениям, краткосрочных интересах. ■

*М. Айхан Кёсе — помощник директора Исследовательского департамента МВФ. Эсвар С. Прасад — старший профессор торговой политики по Фонду Толани Корнельского университета, старший научный сотрудник и руководитель Фонда «Новый век» в области международной экономики при Брукингском институте и научный сотрудник в Национальном бюро экономических исследований.*

---

*Настоящая статья основана на работе "Emerging Markets: Resilience and Growth Amid Global Turmoil", написанной Кёсе и Прасадом и опубликованной в ноябре 2010 года издательством Brookings Institution Press.*