

Обзоры мировой экономики и финансов

ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ
Апрель 2009

Кризис и подъем



Международный Валютный Фонд

©2009 International Monetary Fund
Перевод на русский язык © 2009 Международный Валютный Фонд

Издание на английском языке
Подготовка к печати: Секция графических работ МВФ
Обложка и дизайн: Луиса Менхивар и Хорхе Саласар
Компьютерная верстка: Хулио Прего

Издание на русском языке подготовлено Службой переводов МВФ

Cataloging-in-Publication Data

World economic outlook (International Monetary Fund). Russian
Перспективы развития мировой экономики – [Washington, D.C.] :
Международный Валютный Фонд, 1980-
v. ; 28 см. – (Обзоры мировой экономики и финансов, 1999-8058)

Semiannual.

Has occasional updates. Some issues also have distinct titles.

Russian translation of: World economic outlook.

1. Economic history, 1971–1990 — Periodicals. 2. Economic history, 1990—
Periodicals. I. International Monetary Fund. II. Series: Occasional paper
(International Monetary Fund). III. Series: World economic and financial
surveys.

HC10.W797917

ISBN 978-1-58906-833-9

Просьба присылать заказы по адресу:
International Monetary Fund, Publication Services
700 19th Street, N.W., Washington, D.C. 20431, U.S.A.
Тел.: (202) 623-7430 Факс: (202) 623-7201
Электронная почта: publications@imf.org
Интернет: www.imfbookstore.org

СОДЕРЖАНИЕ

Допущения и условные обозначения	ix
Предисловие	xi
Общее предисловие к «Перспективам развития мировой экономики» и «Докладу по вопросам глобальной финансовой стабильности»	xii
Аналитическое резюме	xv
Глава 1. Глобальные перспективы и меры политики	1
Как случилось, что ситуация так сильно и так быстро ухудшилась?	2
Краткосрочные перспективы внушают опасения	9
Среднесрочные перспективы в период после кризиса	28
Меры по преодолению кризиса и созданию условий для устойчивого подъема	39
Приложение 1.1. Изменения и перспективы на рынках биржевых товаров	45
Приложение 1.2. Веерный график глобального экономического роста	56
Приложение 1.3. Допущения, лежащие в основе сценария снижения темпов экономического роста	60
Литература	61
Глава 2. Перспективы стран и регионов	65
США пытаются разрешить финансовые проблемы, лежащие в основе кризиса	65
Азия пытается изменить структуру экономического роста за счет перехода от внешних источников к внутренним	73
Европа стремится к согласованным ответным мерам экономической политики	77
Страны СНГ испытывают тройной удар	86
Другие страны с развитой экономикой преодолевают шоки, вязанные с неблагоприятными условиями торговли	89
Страны Латинской Америки и Карибского бассейна сталкиваются с растущим давлением	89
Страны Ближнего Востока защищаются от глобальных шоков	93
Достигнутые ценой больших усилий экономические успехи в Африке находятся под угрозой	95
Литература	98
Глава 3. От спада к подъему — насколько быстро и динамично?	99
Циклы деловой активности в странах с развитой экономикой	100
Влияет ли причина спада на форму цикла?	108
Могут ли меры политики играть полезную антициклическую роль?	115
Уроки для текущего спада и перспективы для подъема	125
Приложение 3.1. Источники данных и методология	128
Литература	132
Глава 4. Как финансовые связи подпитывают пламя. Механизм передачи финансового стресса в странах с развитой экономикой на страны с формирующимся рынком	135
Измерение финансового стресса	139
Связи между странами с развитой экономикой и странами с формирующимся рынком	144

СОДЕРЖАНИЕ

Передача финансового стресса — общий анализ	150
Уроки предыдущих банковских кризисов в странах с развитой экономикой	157
Выводы для текущего кризиса	161
Какие меры политики могут быть полезны?	162
Приложение 4.1. Индекс финансового стресса для стран с формирующимся рынком	163
Приложение 4.2. Финансовый стресс в странах с формирующимся рынком — эконометрический анализ	165
Литература	170
Дополнение. Обсуждение перспектив на заседании исполнительного совета МВФ, апрель 2009 года	173
Статистическое приложение	177
Исходные предположения	177
Новое	182
Данные и правила	182
Классификация стран	184
Общие характеристики и структура групп стран в классификации издания «Перспективы развития мировой экономики»	186
Перечень таблиц	
Объем производства (Таблицы А1–А4)	191
Инфляция (Таблицы А5–А7)	199
Финансовая политика (Таблица А8)	205
Внешняя торговля (Таблица А9)	206
Текущие операции (Таблицы А10–А12)	208
Платежный баланс и внешнее финансирование (Таблицы А13–А15)	214
Движение средств (Таблица А16)	218
Среднесрочный базисный сценарий (Таблица А17)	222
«Перспективы развития мировой экономики», отдельные темы	223
Вставки	
1.1. Глобальные циклы деловой активности	11
1.2. Насколько уязвимы нефинансовые фирмы?	20
1.3. Оценка рисков дефляции в странах Группы трех	24
1.4. Глобальные дисбалансы и финансовый кризис	34
1.5. Поднимутся ли вновь цены на биржевые товары, когда начнется оживление глобальной экономики?	47
2.1. Исчезновение богатства домашних хозяйств	68
2.2. Факторы уязвимости в странах с формирующимся рынком	81
3.1. Насколько текущий кризис похож на Великую депрессию?	101
3.2. Является ли кредит жизненно важным элементом для подъема? Выводы из данных на уровне отдельных отраслей	117
4.1. Влияние иностранного участия в банковском секторе во время кризисов, возникших по внутренним причинам	160
А1. Исходные предположения относительно экономической политики, лежащие в основе прогнозов по отдельным странам	178
Таблицы	
1.1. Общий обзор прогнозов «Перспектив развития мировой экономики»	10
1.2. Сопоставление волатильности цен на биржевые товары	46

1.3. Глобальный спрос на нефть и глобальное производство нефти в разбивке по регионам	53
1.4. Базовые потоки в мировой торговле товарами	59
1.5. Факторы, объясняющие дополнительное снижение темпов роста выпуска продукции	59
2.1. Страны с развитой экономикой: реальный ВВП, потребительские цены и безработица	67
2.2. Отдельные страны Азии: реальный ВВП, потребительские цены и сальдо счета текущих операций	75
2.3. Страны с развитой экономикой: позиции по счетам текущих операций	76
2.4. Отдельные страны Европы с формирующимся рынком: реальный ВВП, потребительские цены и сальдо счета текущих операций	80
2.5. Содружество Независимых Государств: реальный ВВП, потребительские цены и сальдо счета текущих операций	88
2.6. Отдельные страны Западного полушария: реальный ВВП, потребительские цены и сальдо счета текущих операций	92
2.7. Отдельные страны Ближнего Востока: реальный ВВП, потребительские цены и сальдо счета текущих операций	94
2.8. Отдельные страны Африки: реальный ВВП, потребительские цены и сальдо счета текущих операций	96
3.1. Экономические циклы в промышленно развитых странах. Сводная статистика	107
3.2. Финансовые кризисы и связанные с ними спады	109
3.3. Влияние мер политики на вероятность выхода из спада	125
3.4. Влияние мер политики на активность подъемов	126
3.5. Результаты распределения спадов по категориям	130
3.6. Финансовые кризисы и дерегулирование на ипотечном рынке	131
3.7. Влияние мер политики на активность подъемов с использованием альтернативного показателя налогово-бюджетной политики	132
4.1. Широкомасштабные финансовые стрессы в странах с развитой экономикой	140
4.2. Роль связей как определяющих факторов совместной динамики	154
4.3. Стресс в странах с формирующимся рынком — страновые эффекты	155
4.4. Стресс в странах с формирующимся рынком — определяющие факторы общего временного тренда	165
4.5. Стресс в странах с формирующимся рынком — специфические для конкретных стран эффекты и взаимодействие со стрессом в странах с развитой экономикой	168

Рисунки

1.1. Показатели мировой экономики	1
1.2. Изменения на развитых кредитных рынках	2
1.3. Условия в странах с формирующимся рынком	3
1.4. Текущие и перспективные индикаторы	4
1.5. Глобальная инфляция	5
1.6. Изменения во внешнеэкономическом секторе	6
1.7. Индикаторы денежно-кредитной политики и ликвидности в некоторых странах с развитой экономикой	7
1.8. Перспективы развития мировой экономики	15
1.9. Потенциальный экономический рост и разрыв между фактическим и потенциальным объемом производства	16
1.10. Факторы риска, угрожающие росту мирового ВВП	17
1.11. Изменения на рынках жилья	18
1.12. Сценарий ухудшения показателей	27
1.13. Чистые потоки капитала в страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	29
1.14. Сальдо бюджета сектора государственного управления и государственный долг	30
1.15. Глобальные сбережения, инвестиции и счета текущих операций	31
1.16. Альтернативные среднесрочные сценарии	33

СОДЕРЖАНИЕ

1.17. Цены на биржевые товары и нефть	45
1.18. Изменения на мировом рынке нефти	52
1.19. Изменения на рынках металлов и энергоносителей	54
1.20. Последние изменения на рынках основных продовольственных культур	55
1.21. Дисперсия прогнозов ВВП и отдельных факторов риска	58
1.22. Баланс рисков, связанных с отдельными факторами риска	60
2.1. США — эпицентр кризиса	66
2.2. Страны Азии с развитой экономикой и с формирующимся рынком страдают от краха глобальной торговли	74
2.3. Европа: разработка общих ответных мер	78
2.4. Европа: пониженные среднесрочные перспективы экономического роста	79
2.5. Содружество Независимых Государств (СНГ): борьба с оттоком капитала	87
2.6. Канада, Австралия и Новая Зеландия: преодоление шоков в области условий торговли	90
2.7. Латинская Америка: растущее давление	91
2.8. Ближний Восток: преодоление проблем, связанных со снижением цен на нефть	93
2.9. Африка: с трудом завоеванные успехи подвергаются риску	95
3.1. Пики и низшие точки экономического цикла	106
3.2. Смягчение экономических циклов с течением времени	106
3.3. Эволюция спадов в зависимости от вида потрясения	109
3.4. Средняя статистика по спадам и подъемам	110
3.5. Подъемы в преддверии спадов, связанных с финансовыми кризисами и другими потрясениями	111
3.6. Отношения цены жилья к стоимости аренды в случае спадов, связанных с финансовыми кризисами, и других потрясений	112
3.7. Нормы сбережений населения и чистое кредитование до и после пиков экономического цикла	113
3.8. Спады и подъемы, связанные с финансовыми кризисами и другими потрясениями	114
3.9. Спады с высокой степенью синхронизации	115
3.10. Являются ли спады с высокой степенью синхронизации иными?	116
3.11. Средние ответные меры политики во время спада	121
3.12. Влияние мер политики в течение эпизодов финансового кризиса	122
3.13. Влияние показателей политики на активность подъема	123
3.14. Взаимосвязь между влиянием налогово-бюджетной политики на активность подъема и отношением долга к ВВП	124
3.15. Экономические показатели в окрестностях пиков текущего и предыдущих спадов	127
4.1. Показатели финансового стресса в странах с формирующимся рынком	136
4.2. Приток капитала в страны с формирующимся рынком	137
4.3. Внезапное прекращение и активность	138
4.4. Финансовый стресс в странах с развитой экономикой	139
4.5. Индексы финансового стресса в странах с формирующимся рынком	143
4.6. Финансовый стресс в странах с формирующимся рынком и в странах с развитой экономикой	144
4.7. Передача воздействия стресса. Схематичное представление эффектов	146
4.8. Финансовая интеграция стран с формирующимся и развивающимся рынком	147
4.9. Финансовые позиции стран с формирующимся рынком по отношению к странам с развитой экономикой	148
4.10. Финансовые связи между странами с развитой экономикой и странами с формирующимся рынком	149
4.11. Показатели уязвимости по регионам, 1990–2007 годы	150
4.12. Совместная динамика финансового стресса в странах с формирующимся рынком и в странах с развитой экономикой	152
4.13. Объясняющие факторы финансовых стрессов в странах с формирующимся рынком	156
4.14. Влияние долгового кризиса в Латинской Америке на обязательства перед банковской системой	158
4.15. Влияние банковского кризиса в Японии на банковское кредитование	159

4.16. Степень подверженности риску, связанному с обязательствами по банковским кредитам и двойными дефицитами в странах с формирующимся рынком, 2002–2006 годы	162
4.17. Стресс в странах с формирующимся рынком — общий временной компонент и стресс в странах с развитой экономикой	164

ДОПУЩЕНИЯ И УСЛОВНЫЕ ОБОЗНАЧЕНИЯ

При подготовке прогнозов, представленных в «Перспективах развития мировой экономики», был принят ряд допущений. Предполагалось, что реальные эффективные обменные курсы будут оставаться постоянными на их средних уровнях в период с 25 февраля по 25 марта 2009 года, кроме валют стран, участвующих в европейском механизме валютных курсов II (МВК II), которые, как предполагается, будут оставаться постоянными в номинальном выражении по отношению к евро; что власти стран будут продолжать проводимую в настоящее время политику (см. вставку А1 относительно конкретных допущений по налогово-бюджетной и денежно-кредитной политике в отдельных странах); что средняя цена на нефть составит 52,00 доллара США за баррель в 2009 году и 62,50 доллара США за баррель в 2010 году и будет оставаться неизменной в реальном выражении в среднесрочной перспективе; что шестимесячная ставка предложения на лондонском межбанковском рынке (ЛИБОР) по депозитам в долларах США составит в среднем 1,5 процента в 2009 году и 1,4 процента в 2010 году; что трехмесячная ставка по депозитам в евро составит в среднем 1,6 процента в 2009 году и 2,0 процента в 2010 году; и что шестимесячная ставка по депозитам в японских йенах будет равна в среднем 1,0 процента в 2009 году и 0,5 процента в 2010 году. Это, разумеется, рабочие гипотезы, а не прогнозы, и сопутствующие им факторы неопределенности увеличивают возможные погрешности, которые в любом случае присущи прогнозам. Оценки и прогнозы основаны на статистической информации, имевшейся за период по середину апреля 2009 года.

В тексте «Перспективы развития мировой экономики» используются следующие условные обозначения:

- ... данные отсутствуют или неприменимы;
- ставится между годами или месяцами (например, 2006–2007 годы или январь–июнь) для обозначения охваченных лет или месяцев, включая год или месяц начала и окончания;
- / ставится между годами или месяцами (например, 2006/2007 год) для обозначения бюджетного или финансового года.

«Миллиард» означает тысячу миллионов; «триллион» означает тысячу миллиардов.

«Базисные пункты» представляют собой одну сотую 1 процентного пункта (например, 25 базисных пунктов эквивалентны $\frac{1}{4}$ процентного пункта).

В рисунках и таблицах заштрихованные области указывают прогнозы персонала МВФ.

Если в таблицах и рисунках не указан источник, данные взяты из базы данных «Перспектив развития мировой экономики».

В случаях, когда страны перечисляются не в алфавитном порядке, их последовательность определяется размером экономики.

Незначительные расхождения между суммами составляющих цифр и совокупными величинами вызваны округлением.

В настоящем докладе термин «страна» не во всех случаях обозначает территориальное образование, являющееся государством в соответствии с определением, принятым в международном праве и практике. Здесь этот термин также включает некоторые территориальные образования, которые не являются государствами, но по которым ведется отдельная и самостоятельная подготовка статистических данных.

ДОПОЛНИТЕЛЬНАЯ ИНФОРМАЦИЯ И ДАННЫЕ

Полный текст настоящего доклада «Перспективы развития мировой экономики» имеется на сайте МВФ в Интернете по адресу: www.imf.org. На сайте его сопровождает более широкий набор данных из базы данных ПРМЭ, чем тот, который содержится в самом докладе. Эти данные состоят из файлов, содержащих ряды данных, наиболее часто запрашиваемых читателями. Их можно загрузить для использования в различных пакетах программного обеспечения.

Запросы относительно содержания «Перспектив развития мировой экономики» и базы данных ПРМЭ следует направлять по почте, электронной почте или факсимильной связи (запросы по телефону не принимаются) по следующим адресам и номерам:

World Economic Studies Division
Research Department
International Monetary Fund
700 19th Street, N.W.
Washington, D.C. 20431, U.S.A.
Internet: www.imf.org/weoforum Fax: (202) 623-6343

ПРЕДИСЛОВИЕ

Анализ и прогнозы, содержащиеся в докладе «Перспективы развития мировой экономики», являются неотъемлемой частью проводимого МВФ надзора за изменениями в экономике и политикой своих государств-членов, тенденциями на международных финансовых рынках и мировой экономической системой. Обзор перспектив и политики представляет собой результат совместной работы департаментов МВФ по всестороннему анализу изменений в мировой экономике, прежде всего, на основе информации, которую персонал МВФ собирает в процессе консультаций с государствами-членами. Эти консультации проводятся, в частности, территориальными департаментами МВФ вместе с Департаментом по вопросам стратегии, политики и анализа, Департаментом денежно-кредитных систем и рынков капитала и Департаментом по бюджетным вопросам.

Координацию анализа в этом докладе выполнял Исследовательский департамент под общим руководством экономического советника и директора Исследовательского департамента Оливье Бланшара. Руководство проектом осуществляли заместитель директора Исследовательского департамента Чарльз Коллинз и начальник отдела Исследовательского департамента Йорг Декрессин.

В числе основных участников подготовки этого доклада были Рави Балакришнан, Яромир Бенеш, Стефан Даннингер, Пракаш Каннан, Петя Коева Брукс, Даглас Лэкстон, Аласдэр Скотт, Ирина Тайтелл, Наталия Тамириса, Марко Терронес, Томас Хелблинг, Кевин Чэн и Селим Элекдаг. Помощь в исследовательской работе оказали То Куан, Гавин Асдорян, Стефани Денис, Мурад Омоев, Хаир Родригес, Эржумен Тулун и Джесси Ян. Поддержку базы данных и компьютерных систем обеспечивали Саурабх Гупта, Лоран Местер, Эмори Оукс и Махназ Хеммати. За ввод и обработку текста отвечали Тита Гунио, Шанти Карунаратне, Жемиль Колон, Патрисия Медина и Шила Томильосо Игасенца. Графическое оформление осуществлял Хулио Прего. В проекте также участвовали Дейл Грей, Мариэнн Джонсон, Онджей Каменик, Кевин Клинтон, Айхан Козе, Дэвид Лоу, Пракаш Лунгани и Дирк Муир. Внешними консультантами были Дон Хардинг и Мензи Чинн. Линда Гриффин Кин из Департамента внешних связей редактировала рукопись и координировала подготовку публикации к печати.

При подготовке анализа были учтены комментарии и предложения сотрудников других департаментов МВФ, а также исполнительных директоров после обсуждения ими доклада на заседании 13 апреля 2009 года. Однако как прогнозы, так и оценки политики отражают точку зрения персонала МВФ, и их не следует рассматривать как представляющие взгляды исполнительных директоров или официальных органов их стран.

ОБЩЕЕ ПРЕДИСЛОВИЕ К «ПЕРСПЕКТИВАМ РАЗВИТИЯ МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ» И «ДОКЛАДУ ПО ВОПРОСАМ ГЛОБАЛЬНОЙ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ»

Перспективы

Согласно прогнозу, даже в случае принятия решительных мер по оздоровлению финансового сектора и дальнейшего использования рычагов макроэкономической политики для поддержания совокупного спроса, глобальная активность снизится на 1,3 процента в 2009 году. Такое снижение, бесспорно, является самой глубокой глобальной рецессией со времени Второй мировой войны. Кроме того, происходящий спад носит поистине глобальный характер: снижение объема производства на душу населения прогнозируется в странах, составляющих три четверти мировой экономики. По прогнозу, рост возобновится в 2010 году, но его темпы, 1,9 процента, будут низкими по сравнению с эпизодами экономического подъема в прошлом.

Эти прогнозы исходят из оценки, что для стабилизации финансового рынка потребуются больше времени, чем ранее предполагалось, даже в случае принятия директивными органами активных мер. Так, прогнозируется, что финансовые условия на развитых рынках будут лишь медленно улучшаться, по мере того как будет уменьшаться обеспокоенность относительно потенциальной неплатежеспособности организаций благодаря прояснению размеров убытков по безнадежным активам и вливаниям государственного капитала, и будут снижаться риски невыполнения обязательств контрагентами и изменчивость на рынках. По оценке апрельского выпуска «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности» (ДСГФ) 2009 года, с учетом ряда допущений, общая сумма списания стоимости кредитных активов с начала кризиса всеми держателями по активам, выпущенным в США, составит 2,7 триллиона долл. США, в сравнении с оценкой 2,2 триллиона долл. США, приведенной в январском выпуске «Бюллетеня о состоянии рынков» ДСГФ 2009 года. С учетом активов, выпущенных в других странах с развитым рынком, общий объем списания за следующие два года может достичь 4 триллионов долл. США, причем около двух третей этой суммы может прийти на банки. Таким образом, ожидается, что общий объем кредита частному сектору в странах с развитой экономикой уменьшится как в 2009, так и в 2010 году. Вследствие острого стресса на развитых рынках и

его концентрации в банковской системе, потоки капитала в страны с формирующимся рынком будут оставаться на очень низком уровне.

Прогнозы также предполагают, что 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 нетрадиционные способы для смягчения кредитных условий и предоставления ликвидности. Ожидается также резкое увеличение бюджетного дефицита как в странах с развитой экономикой, так и в странах с формирующимся рынком, исходя из предположений о том, что будет допускаться функционирование автоматических стабилизаторов и что правительства стран Группы 20-ти реализуют запланированные бюджетные стимулы в размере 2 процентов ВВП в 2009 году и 1½ процента ВВП в 2010 году¹.

Текущие перспективы отличаются исключительной неопределенностью, и риски все еще смещены в сторону снижения темпов роста. Одно из главных опасений состоит в том, что, в условиях ограниченной общественной поддержки проводимой политики, принимаемых мер окажется недостаточно, чтобы остановить цикл отрицательной обратной связи между ухудшением финансовых условий и ослаблением экономики.

Задачи политики

Ввиду сложных и неопределенных перспектив целесообразно продолжать энергичные действия в области финансовой и макроэкономической политики с целью создания необходимых условий для возврата к устойчивому росту. Хотя меры политики должны быть сосредоточены на национальном уровне, необходимо расширить международное сотрудничество, чтобы не допустить обострения напряжен-

¹ В Группу 20-ти входят 19 стран (Австралия, Аргентина, Бразилия, Соединенное Королевство, Германия, Канада, Китай, Индия, Индонезия, Италия, Мексика, Россия, Саудовская Аравия, США, Турция, Франция и Южная Африка, Республика Корея и Япония) и Европейский Союз.

ности на трансграничном уровне. Развивая позитивные итоги апрельского саммита Группы 20-ти в Лондоне, особенно важно обеспечить координацию и сотрудничество в вопросах финансовой политики, чтобы избежать неблагоприятных международных последствий действий на национальном уровне. В то же время, международная поддержка, включая дополнительные ресурсы, выделяемые в распоряжение МВФ, может помочь странам смягчить воздействие финансового кризиса на активность в реальном секторе и ограничить последствия для уровня бедности, особенно в развивающихся странах.

Восстановление финансовых секторов

Первостепенной задачей политики для достижения долговременного экономического подъема является оздоровление финансового сектора. Три приоритетных направления, которые были указаны в предыдущих выпусках ДСГФ, по-прежнему остаются актуальными: 1) обеспечение доступа финансовых организаций к ликвидности, 2) выявление и регулирование неблагополучных активов и 3) рекапитализация слабых, но жизнеспособных организаций и ликвидация неплатежеспособных организаций.

Необходимой основой для долговременного решения является пользующееся доверием признание убытков по неблагополучным активам. С этой целью правительствам необходимо определить общие базовые методологии для реалистичной перспективной оценки стоимости секьюритизованных кредитных инструментов. Могут использоваться различные методы урегулирования безнадежных активов в банках при условии, что они подкрепляются достаточным финансированием и проводятся в жизнь на основе прозрачности.

Рекапитализация банков должна опираться на тщательный анализ потенциальной жизнеспособности организаций с учетом как списания стоимости активов на сегодняшний день, так и реалистичной оценки дальнейших списаний. Оценивая на индивидуальной основе потребность в рекапитализации банков, органы надзора должны убедиться в надлежащем качестве капитала банка и надежности его финансирования, состоятельности его бизнес-плана и процессов регулирования риска, обоснованности правил выплаты вознаграждения и действенности управления. В случае жизнеспособных финансовых организаций с недостаточным капиталом, необходимо незамедлительно провести реорганизацию, возможно, с временным введением государственной собственности, пока не будет найдено решение с участием частного

сектора. Следует без промедления проводить государственное вмешательство в случае нежизнеспособных организаций, что может включать упорядоченное закрытие и слияние. В целом, государственную поддержку финансового сектора следует предоставлять на временной основе и прекращать при первой возможности. Вероятно, потребуются значительный объем государственного финансирования, но чем дольше будет откладываться реализация решения, тем больше будет сумма необходимой государственной поддержки.

В странах с формирующимся рынком также потребуются широкомасштабные действия по преодолению финансовой напряженности в банковском и корпоративном секторах. В определенных случаях может быть оправданной прямая государственная поддержка заимствования корпораций. Некоторые страны также предоставляют корпоративному сектору государственные гарантии по банковскому долгу и обеспечивают организационно-техническую поддержку торговых кредитов. Кроме того, следует подготовить планы крупномасштабной реорганизации на случай непредвиденного дальнейшего ухудшения ситуации.

Поддержка совокупного спроса

В странах с развитой экономикой следует активно использовать имеющееся пространство для дальнейшей либерализации денежно-кредитной политики, чтобы поддержать спрос и противодействовать рискам дефляции. Поскольку возможности для снижения процентных ставок уже практически исчерпаны, центральным банкам необходимо продолжать изыскивать менее традиционные меры, используя размер и структуру своих балансов для содействия процессу посредничества в предоставлении кредита.

Странам с формирующимся рынком также необходимо смягчить денежно-кредитные условия с учетом ухудшающихся перспектив. Вместе с тем, во многих из этих стран задача центрального банка дополнительно усложняется ввиду необходимости поддерживать внешнюю стабильность, несмотря на весьма неустойчивые потоки финансирования и несоответствия валют в балансах из-за внутренних заимствований в иностранных валютах. Таким образом, хотя центральные банки в большинстве этих стран снизили процентные ставки в ответ на глобальный спад, они проявляли при этом обоснованную осторожность, чтобы сохранить стимулы для притока капитала и избежать неупорядоченных изменений обменного курса.

Учитывая масштабы спада и ограниченные возможности денежно-кредитной политики, налогово-бюджетная политика должна играть очень важную роль в обеспечении поддержки для глобальной экономики в краткосрочной перспективе. Правительства принимают меры по предоставлению значительного экономического стимула в 2009 году, однако теперь уже очевидно, что эти усилия необходимо как минимум продолжать на том же уровне, а то и увеличить в 2010 году, и странам, обладающим для этого бюджетными возможностями, следует быть готовыми в случае необходимости принять новые меры стимулирования для поддержки экономического подъема. Однако пространство для бюджетной поддержки окажется ограниченным, если такие меры приведут к подрыву доверия. В странах с развитой экономикой для укрепления доверия необходимо решать среднесрочные бюджетные проблемы, обусловленные старением населения. Издержки текущего финансового кризиса, хотя и значительны, не идут в сравнение с предстоящим увеличением государственных расходов на социальное обеспечение и здравоохранение для пожилого населения. Желательно также выбирать меры стимулирования, обеспечивающие долгосрочное укрепление производственного потенциала экономики, такие как расходы на инфраструктуру. Важно отметить, что для обеспечения максимальной отдачи в развитии глобальной экономики стимул должен быть результатом совместных усилий стран, обладающих соответствующими бюджетными возможностями.

В более долгосрочной перспективе одной из главных задач будет определение надлежащих темпов изъятия предоставляемого в настоящее время экстренного денежно-кредитного и бюджетного стимулирования. Слишком быстрые действия рискуют подрубить подъем, который, вероятно, будет неустойчивым, но чрезмерное промедление может быть чревато риском возникновения новых «пузырей» цен активов или ослабления доверия. В настоящий момент наиболее приоритетная задача состоит в том, чтобы не допустить преждевременного сокращения стимулов, и в то же время разрабатывать и формулировать последовательные стратегии «выхода».

Оливье Бланшар,
экономический советник

Смягчение ограничений внешнего финансирования

Темпы роста во многих странах с формирующимся рынком и развивающихся странах резко снижаются, и достаточный уровень внешнего финансирования из официальных источников является необходимым условием для смягчения корректировки и предотвращения внешнеэкономического кризиса. МВФ, в координации с другими источниками, уже предоставляет такое финансирование нескольким из этих стран. Договоренность Группы 20-ти об увеличении ресурсов, предоставляемых в распоряжение МВФ, будет способствовать дальнейшему оказанию поддержки. Кроме того, новая Гибкая кредитная линия МВФ должна помочь снизить риски внезапного прекращения притока капитала и, в сочетании с реформированной системой предъявляемых условий МВФ, содействовать быстрому и эффективному использованию этих ресурсов в случае необходимости. Дополнительная донорская поддержка имеет решающее значение для беднейших стран, чтобы избежать потери достигнутых успехов в борьбе с бедностью и сохранить финансовую стабильность.

Среднесрочные задачи

У истоков неэффективного функционирования рынка, которое привело к текущему кризису, были оптимистичные ожидания, порожденные длительным периодом с высокими темпами роста и низкими реальными процентными ставками и изменчивостью, а также ряд провалов в экономической политике. С учетом этих провалов директивным органам необходимо решить ряд важных задач в среднесрочной перспективе. В области финансовой политики предстоит расширить периметр регулирования и придать ему большую гибкость, чтобы охватить все системно значимые организации. Кроме того, необходимо разработать макропруденциальный подход в отношении как регулирования, так и денежно-кредитной политики. Требуется укрепить международную координацию и сотрудничество в вопросах политики, в том числе за счет совершенствования систем раннего предупреждения и большей информационной открытости в отношении рисков. Следует избегать протекционизма в торговле и финансовой сфере, и скорейшее завершение начатого в Дохе раунда переговоров о многосторонней торговле позволило бы вдохнуть новую жизнь в перспективы глобального роста.

Хосе Виньялс,
финансовый советник

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 от-

носительно 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 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 во 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 привлекать 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, спреды 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 обеспеченность 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 потребуются 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, а также 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 регулирование 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 до-

верием 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 Королевства¹. 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 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 го-

¹Нижняя 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).

товыми 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, имеющих 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 по-

литика 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 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, левверидж и нарастание системных рисков. Налогово-бюджетным директивным органам потребуются 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.

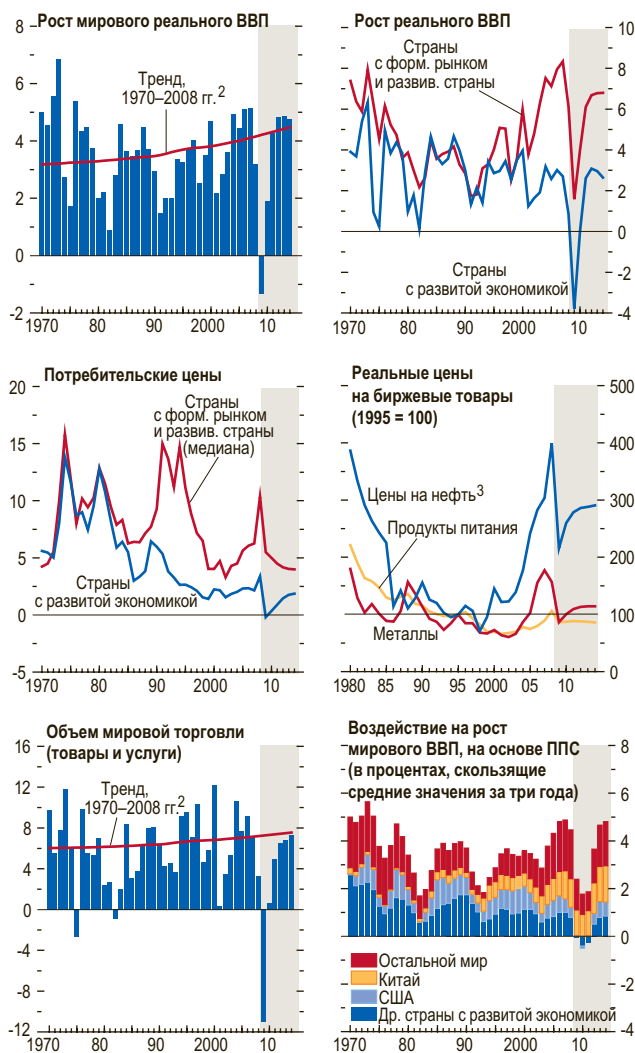
Глобальная экономика переживает тяжелую рецессию, вызванную крупномасштабным финансовым кризисом и резким спадом уверенности. Широкие по охвату и нередко нетрадиционные по характеру меры политики позволили достичь некоторых успехов в стабилизации финансовых рынков, но пока не восстановили доверие и не смогли поставить заслон негативной обратной связи между ослаблением экономической активности и острой финансовой напряженностью. Хотя ожидается, что темпы сокращения экономики замедлятся, начиная со второго квартала, прогнозируется, что глобальная активность снизится на 1,3 процента в целом в 2009 году, после чего немного возрастет в течение 2010 года (рис. 1.1). Это оздоровление зависит от решительных действий органов финансового регулирования по восстановлению финансовой стабильности и от устойчивой и действенной поддержки совокупного спроса посредством налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики в основных странах и регионах мира.

В начале настоящей главы рассматривается вопрос о том, как резкое нарастание финансового кризиса в сентябре 2008 года спровоцировало беспрецедентное сокращение активности и торговли, несмотря на предпринимаемые усилия в экономической политике. Далее анализируются прогнозы на 2009 и 2010 годы с упором на решающую роль, которую должны сыграть меры по достижению долговременного подъема, и на риски снижения темпов роста в случае дальнейшего усиления обратной связи между реальным и финансовым секторами. В третьем разделе рассматриваются перспективы по окончании текущего кризиса и факторы, которые будут формировать ландшафт глобальной экономики в среднесрочной перспективе, по мере того как предприятия и домашние хозяйства будут заниматься восстановлением причиненного кризисом ущерба. В заключительной части главы приводится обзор трудных задач, стоящих перед экономической политикой, и подчеркивается, что хотя первоочередной целью является принятие всех необходимых мер для восстановления финансовой стабильности и оживления глобальной экономики, директивные органы должны также помнить о более долгосрочных задачах и необходимости того, чтобы действия отдельных стран подкрепляли друг друга.

Рисунок 1.1. Показатели мировой экономики¹

(Годовое процентное изменение, если не указано иное)

Мировая экономика переживает самую сильную рецессию за послевоенный период. Мировой реальный ВВП сократится в 2009 году; страны с развитой экономикой испытают значительное сокращение производства, а темпы роста в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах резко снизятся. Объемы торговли резко сокращаются, а уровни инфляции быстро идут на убыль.



Источник: оценки персонала МВФ.

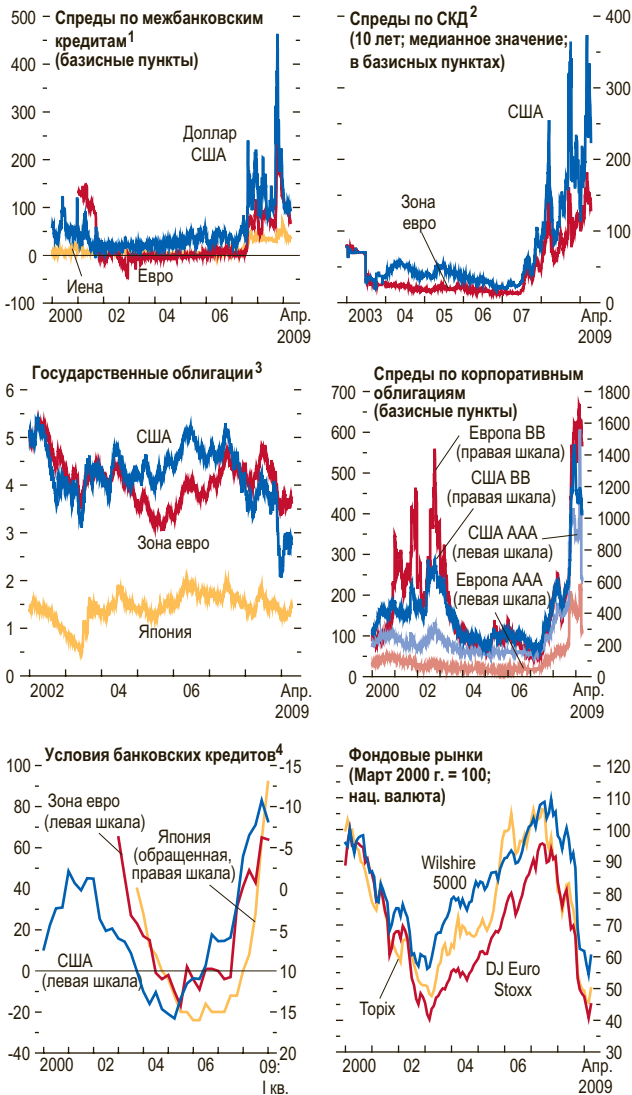
¹Затененные области обозначают прогнозы персонала МВФ. Если не указано иное, агрегаты рассчитаны на основе весов по паритету покупательной способности (ППС).

²Средние темпы роста по отдельным странам, агрегированные с использованием весов по ППС; с течением времени агрегаты смещаются в пользу стран с более быстро растущей экономикой, в результате линия приобретает возрастающий тренд.

³Простое среднее спотовых цен на нефть сортов U.K. Brent, Dubai Fateh и West Texas Intermediate.

Рисунок 1.2. Изменения на развитых кредитных рынках

После сентября 2008 года условия на развитых кредитных рынках резко ухудшились, и сохраняется сильная напряженность, несмотря на принимаемые меры политики и некоторое улучшение настроений на рынках после совещания Группы 20-ти в начале апреля. Хотя спреды по межбанковским кредитам снизились, спреды по СКД и корпоративным облигациям остаются высокими, а цены акций близки к самым низким уровням за много лет вследствие усиления негативных связей между финансовым сектором и реальной экономикой.



Источники: Банк Японии, Bloomberg Financial Markets, Совет управляющих Федеральной резервной системы США, Европейский центральный банк, Merrill Lynch, расчеты персонала МВФ.

¹Трехмесячная ставка предложения на лондонском межбанковском рынке минус трехмесячная ставка по государственным векселям.
²CDS = credit default swap.
³Десятилетние государственные облигации.
⁴Процент респондентов, отметивших «значительное» или «некоторое» ужесточение стандартов кредитования, минус ответы, в которых указано «значительное» или «некоторое» ослабление стандартов кредитования за предыдущие три месяца. Обследование изменения стандартов предоставления ссуд или кредитных линий предприятиям в зоне евро; среднее значение обследований изменения стандартов коммерческого/промышленного кредитования и кредитования в области коммерческой недвижимости в США; индекс распространения категории «адаптивная» минус «жесткая», индекс Танкан, характеризующий склонность финансовых организаций к предоставлению кредитов, в Японии.

Как случилось, что ситуация так сильно и так быстро ухудшилась?

В течение года, прошедшего после начала кризиса непервоклассных ипотек США в августе 2007 года, глобальная экономика сгибалась, но не сломалась. Произошло снижение активности в результате ужесточения условий на рынках кредита, и ко второму кварталу 2008 года страны с развитой экономикой вступили в период умеренной рецессии, однако экономика стран с формирующимся рынком и развивающихся стран продолжала расти довольно быстрыми темпами по сравнению с прошлыми периодами. Вместе с тем, финансовые недуги продолжали обостряться, несмотря на усилия директивных органов по поддержанию рыночной ликвидности и капитализации, из-за усиливающихся сомнений в платежеспособности и источниках финансирования основных финансовых организаций ввиду потенциальных убытков от безнадежных активов.

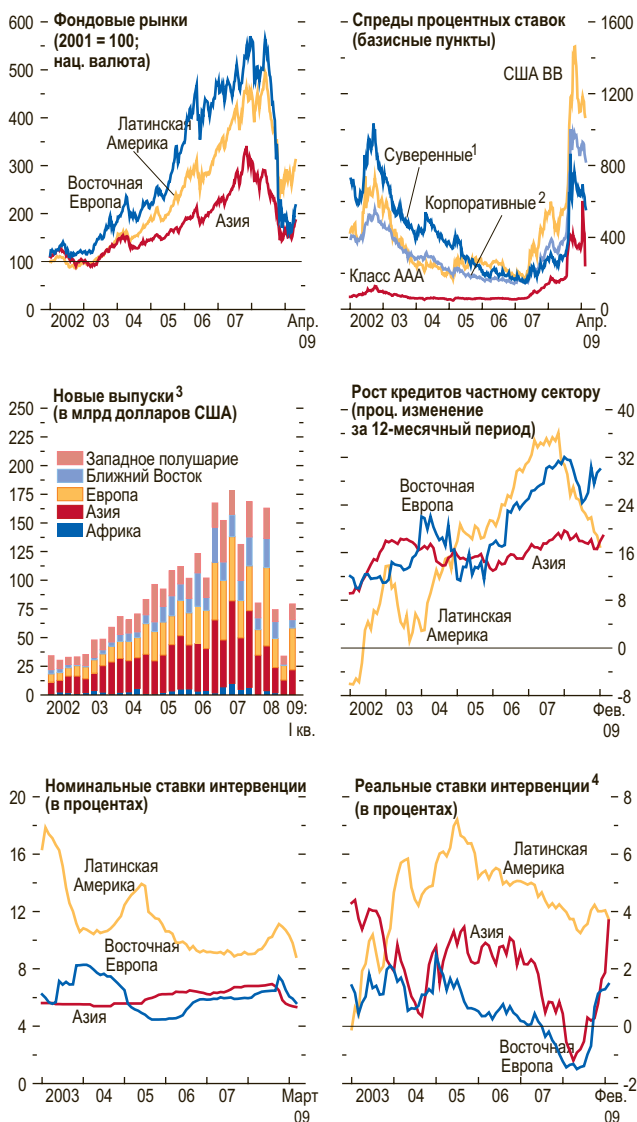
Ситуация быстро ухудшилась после резкого всплеска финансового кризиса в сентябре 2008 года, последовавшего за дефолтом крупного инвестиционного банка США (Lehman Brothers), оказанием экстренной помощи крупнейшей страховой компании США American International Group (AIG) и государственным вмешательством в ряд других учреждений, имеющих системное значение, в США и Европе. Эти события намного усилили воспринимаемый риск невыполнения обязательств контрагентами, поскольку банки оказались вынуждены значительно снизить оценки стоимости активов, платежеспособность многих из самых солидных финансовых фирм оказалась под вопросом, спрос на ликвидность подскочил до небывалых уровней, а волатильность на рынках вновь возросла. Итогом стали «бегство в качество», понизившее доходность по наиболее ликвидным государственным ценным бумагам, и исчезновение оптового финансирования, вызвавшее хаотичное сокращение доли заемных средств, которое распространилось на остальную глобальную финансовую систему (рис. 1.2). Ликвидные активы распродавались по сниженным ценам, и резко сократились кредитные линии для хеджевых фондов и других финансовых посредников с высокой долей заемных средств в так называемой теневой банковской системе. Спреды по первоклассным облигациям и высокодоходным корпоративным облигациям резко увеличились, поток торговых кредитов и оборотного капитала был в значительной мере дестабилизирован, банки еще более ужесточили стандарты кредитования, а курсы акций стремительно упали.

Эти события сильно ударили по странам с формирующимся рынком, которые ранее были относительно изолированы от воздействия напряженности на финансовых рынках благодаря ограниченности их фактических рисков на рынке непервоклассных ипотек США. Новые выпуски ценных бумаг практически прекратились, были урезаны потоки банковского финансирования, спреды по облигациям взлетели вверх, курсы акций упали, а валютные рынки подверглись сильному давлению (рис. 1.3). Наряду с общим повышением несклонности к риску, произошло сокращение потоков капитала вследствие ряда неблагоприятных факторов, включая ущерб, понесенный банками (особенно в Западной Европе) и хеджевыми фондами, которые ранее были основными источниками капитала, стремление перевести средства под защитный «зонтик», созданный благодаря все более широкому предоставлению гарантий на развитых рынках, и усиливающуюся обеспокоенность относительно перспектив национальной экономики, особенно в странах, которые ранее широко использовали внешнее финансирование. Напряженность усугубляется тем, что происходящие потрясения обнажили внутренние факторы уязвимости во многих странах с формирующимся рынком, высветив проблемы несоответствия валют в балансах заемщика, недостатки управления риском (например, существенных убытков корпораций на рынках валютных производных инструментов в некоторых странах) и чрезмерно быстрого роста банковских кредитов.

Хотя благодаря решительным экстренным мерам удалось избежать глобального краха, это резкое обострение финансового стресса подвергло глобальную экономику суровым испытаниям в ряде областей. Ужесточение условий получения кредита, вызванное необходимостью сокращения доли заемных средств, и провал системы секьюритизации создали трудности даже для частных заемщиков с самым высоким рейтингом. Резкие падения курсов на фондовых рынках, а также продолжающееся снижение вздутых цен на рынках жилья привели к массовому сокращению активов домашних хозяйств. Эти изменения отчасти отражали неизбежные корректировки для устранения последствий допущенных в прошлом излишеств и технологических сбоев, сродни тем, что ранее вызвали крах завышенных котировок интернет-компаний. Вместе с тем, поскольку эти излишества и сбои затронули ключевые элементы банковской системы, их последствия быстро распространились на все отрасли и страны в глобальной экономике. Кроме того, эти потрясения значительно усугубил спад предпринимательской и потребительской уверен-

Рисунок 1.3. Условия в странах с формирующимся рынком

Страны с формирующимся рынком понесли значительный ущерб в результате усиления финансового кризиса. Цены акций круто упали, спреды резко увеличились, а новые выпуски ценных бумаг были сокращены. Ставки интервенции были снижены с учетом ухудшения экономических перспектив, хотя в странах с развитым рынком ставки снизились в меньшей степени из-за опасений, что отток капитала приведет к давлению на внешние счета.



Источники: Bloomberg Financial Markets, Capital Data, МВФ. «Международная финансовая статистика», расчеты персонала МВФ.

¹Спред по индексу JPMorgan EMBI Global Index.

²Спред по индексу JPMorgan CEMBI Broad Index.

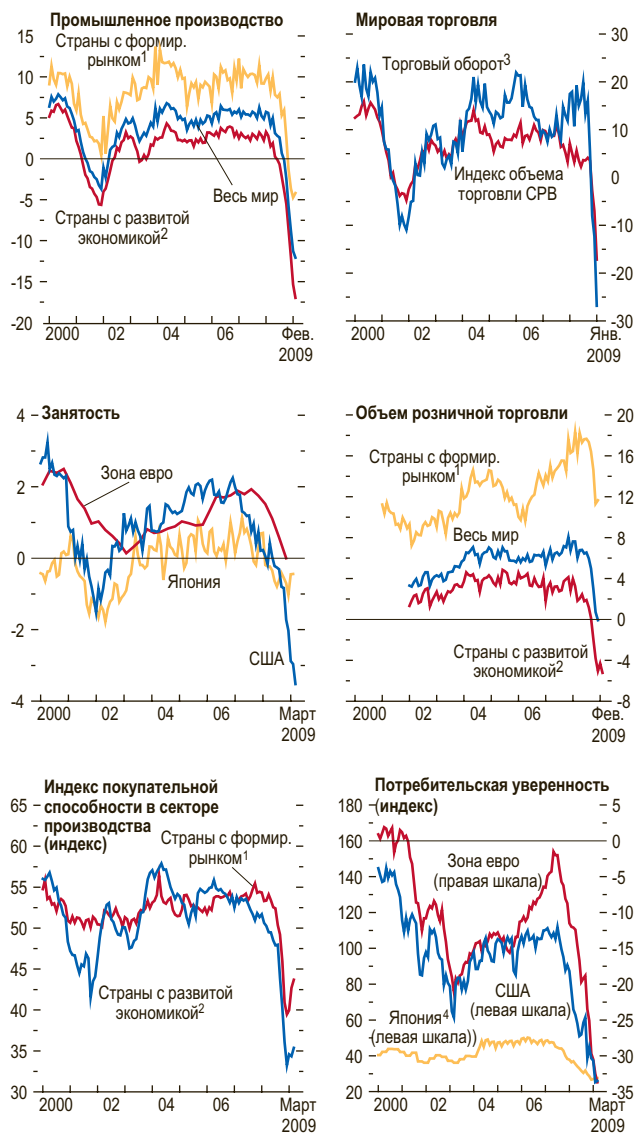
³Общая сумма выпусков акций, синдицированных займов и международных облигаций.

⁴Относительно общего уровня инфляции.

Рисунок 1.4. Текущие и перспективные индикаторы

(Процентное изменение по сравнению с предыдущим годом, если не указано иное)

Уровни промышленного производства, торговли и занятости резко упали после обострения финансового кризиса в сентябре 2008 года. Последние данные о предпринимательской уверенности и объеме розничных продаж содержат некоторые предварительные указания на то, что темпы сокращения мировой экономики, возможно, начинают снижаться.



Источники: для индекса объема торговли СРВ — CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, для всех остальных стран — NTC Economics и Haver Analytics.

¹Аргентина, Болгария, Бразилия, Венгрия, Венесуэла, Индия, Индонезия, Китай, Колумбия, Латвия, Литва, Малайзия, Мексика, Пакистан, Перу, Польша, Россия, Румыния, Словацкая Республика, Таиланд, Турция, Украина, Филиппины, Чили, Эстония, Южная Африка.

²Австралия, Дания, зона евро, Израиль, Канада, Корея, Новая Зеландия, Норвегия, САР Гонконг, Сингапур, Соединенное Королевство, США, Тайвань, провинция Китая, Чешская Республика, Швейцария, Швеция, Япония.

³Процентное изменение по сравнению с предыдущим годом в СДР.

⁴Данные о потребительской уверенности в Японии основаны на индексе распространения, в котором значения выше 50 указывают на укрепление уверенности.

ности из-за усилившихся сомнений относительно экономических перспектив и сохраняющейся неопределенности относительно мер политики. Быстрое ухудшение экономических перспектив дополнительно обострило финансовую напряженность, порожденную разрушительной глобальной обратной связью, которая подрывает попытки директивных органов исправить ситуацию.

Таким образом, последствия для экономической активности проявились быстро и по широкому фронту. Объемы промышленного производства и торговли товарами резко упали в четвертом квартале 2008 года и продолжали быстро сокращаться в начале 2009 года как в странах с развитой экономикой, так и в странах с формирующимся рынком, поскольку объемы покупок инвестиционных товаров и потребительских товаров длительного пользования, таких как автомобили и электроника, пострадали от дестабилизации кредитных рынков и нарастающей неуверенности в будущем, а запасы материальных оборотных средств начали быстро расти (рис. 1.4). Данные за последний период содержат некоторые предварительные признаки того, что процесс сокращения производства, возможно, начинает замедляться. Предпринимательская уверенность несколько возросла, и отмечаются признаки начала стабилизации уровней потребительских расходов, чему способствуют амортизирующее воздействие снижения цен на биржевые товары и ожидания принятия мер макроэкономической политики, направленных на поддержку спроса. Вместе с тем, уровни занятости продолжают стремительно снижаться, в частности в США.

В целом, по оценке, мировой ВВП сократился на 6¼ процента (в годовом исчислении) в четвертом квартале 2008 года (по сравнению с ростом на 4 процента годом ранее), что вызывает тревогу, и продолжал почти столь же быстро снижаться в первом квартале 2009 года. Это серьезно затронуло все страны мира, хотя направления ударов различаются, что более подробно анализируется в главе 2. Страны с развитой экономикой пережили беспрецедентное снижение ВВП на 7½ процента в четвертом квартале 2008 года, и большинство из них теперь охватила глубокая рецессия. 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 развитой экономикой испытывают большие трудности из-за резкого спада торговли, а также усиления собственных финансовых проблем и корректировок в жилищном секторе на рынках 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. В странах Восточной Азии, в экономике которых большую долю составляет экспорт обрабатывающей промышленности, активность резко упала, хотя спад в Китае и Индии был несколько смягчен ввиду меньшей доли экспортного сектора в их производстве и более устойчивого внутреннего спроса. Страны Европы с формирующимся рынком и страны Содружества Независимых Государств (СНГ) также понесли очень большой ущерб ввиду их сильной зависимости от внешнего финансирования, а также от экспорта промышленной продукции и, в случае СНГ, экспорта биржевых товаров. Страны Африки, Латинской Америки и Ближнего Востока пострадали от падения цен на биржевые товары, а также напряженности на финансовых рынках и слабого спроса на их экспорт.

Параллельно быстрому охлаждению мировой активности быстро спадает инфляционное давление (рис. 1.5). Цены на биржевые товары резко снизились относительно высоких уровней середины года вследствие ухудшающихся перспектив для стран с формирующимся рынком, которые обеспечивали основную часть прироста спроса в последние годы (Приложение 1.1). В то же время, увеличение неиспользуемых мощностей в экономике сдерживает рост заработной платы и приводит к снижению рентабельности. В результате общий уровень 12-месячной инфляции в странах с развитой экономикой упал ниже 1 процента в феврале 2009 года, хотя базовая инфляция оставалась в диапазоне 1½ – 2 процентов, за существенным исключением Японии. Инфляция также значительно снизилась в странах с формирующимся рынком, хотя в некоторых случаях темпы ее снижения сдерживались ослаблением обменных курсов.

Одним из побочных эффектов финансового кризиса была переориентация на более безопасные инвестиции и усиливающееся предпочтение отечественных активов. Валовые глобальные потоки капитала резко сократились в четвертом квартале 2008 года. В чистом выражении, эти потоки поступают преимущественно в страны с наиболее ликвидными и надежными рынками государственных ценных бумаг, тогда как чистые потоки частного капитала в страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны иссякли. Эти сдвиги повлияли на основные мировые валюты. За период с сентября 2008 года доллар США, евро и иены заметно укрепились (рис. 1.6). Китайский юань

Рисунок 1.5. Глобальная инфляция

(Изменение индекса потребительских цен за двенадцать месяцев, если не указано иное)

Инфляционное давление быстро спадает в результате увеличения разрыва между фактическим и потенциальным объемом производства и снижения цен на продовольствие. Инфляционные ожидания на год вперед и базовая инфляция в основных странах с развитой экономикой опустились ниже целевых показателей инфляции, установленных центральными банками.



Источники: Bloomberg Financial Markets, Haver Analytics, расчеты персонала МВФ.:

¹ Дефлятор расходов на личное потребление.

² Согласованный прогноз на год вперед.

Рисунок 1.6. Изменения во внешнеэкономическом секторе

(Индекс, 2000 г. = 100, трехмесячное скользящее среднее, если не указано иное)

Переключение инвесторов на более безопасные активы с сентября 2008 года привело к значительному повышению реальных эффективных курсов основных мировых валют. Юань и другие валюты, тесно связанные с долларом США, также укрепились в реальном эффективном выражении, но, несмотря на официальные интервенции, валюты других стран с формирующимся рынком и развивающихся стран существенно ослабли вследствие оттока поступлений по счету операций с капиталом.



Источники: МВФ, «Международная финансовая статистика», и расчеты персонала МВФ.
 1 Бахрейн, Египет, Иордания, Исламская Республика Иран, Катар, Кувейт, Ливан, Ливия, Объединенные Арабские Эмираты, Оман, Республика Йемен, Саудовская Аравия, Сирийская Арабская Республика.
 2 Ботсвана, Буркина-Фасо, Габон, Гана, Гвинея, Джибути, Замбия, Камерун, Кения, Кот д'Ивуар, Маврикий, Мадагаскар, Мали, Мозамбик, Намибия, Нигер, Нигерия, Республика Конго, Руанда, Сенегал, Судан, Танзания, Уганда, Чад, Экваториальная Гвинея, Эфиопия, Южная Африка.
 3 Страны Азии кроме Китая.
 4 Болгария, Венгрия, Латвия, Литва, Польша, Румыния, Турция, Хорватия, Эстония.
 5 Аргентина, Бразилия, Венесуэла, Колумбия, Мексика, Перу, Чили.

и другие валюты, привязанные к доллару (включая валюты стран Ближнего Востока), также укрепились в реальном эффективном выражении. Большинство валют других стран с формирующимся рынком резко ослабли, несмотря на использование международных резервов для их поддержки.

Меры политики не дают результата

Меры экономической политики в ответ на эти изменения были быстрыми, разносторонними и нередко неортодоксальными, но слишком часто носили недостаточный характер и были неспособны остановить происходящее крутое падение. Памятвя о тяжелых последствиях краха Lehman Brothers, органы регулирования в основных странах с развитым рынком ясно дали понять, что не допустят банкротства никаких других потенциально системно значимых финансовых организаций. В США и Европе ряд крупных банков получили государственную поддержку в форме нового капитала и гарантий от убытков, связанных с владением проблемными активами. В более общем плане, органы регулирования придерживаются стратегии, предусматривающей несколько направлений и включающей дальнейшее предоставление ликвидности и расширенных гарантий банковских обязательств, чтобы облегчить проблемы финансирования, выделение государственных средств для рекапитализации банков и объявленные программы для решения проблемы неблагополучных активов. Вместе с тем, объявляемые меры политики слишком часто были недостаточно конкретными и оказывались неубедительными для участников рынка. Кроме того, отсутствует действенная трансграничная координация инициатив, что приводит к нежелательным вторичным эффектам, и пока удалось добиться лишь ограниченных результатов в устранении неопределенности относительно неблагополучных активов.

В то же время, поскольку обеспокоенность относительно инфляции идет на убыль, тогда как риски для экономического роста усиливаются, центральные банки применяют ряд традиционных и нетрадиционных инструментов политики для поддержки экономики и смягчения условий на кредитном рынке. Были резко снижены ставки интервенции, до ½ процента или менее в некоторых странах (Канада, Соединенное Королевство, США и Япония), а в других случаях — до беспрецедентно низких уровней (в частности, в зоне евро и Швеции) (рис. 1.7). Однако дестабилизация кредитных рынков ограничивает эффект от снижения ставок, а невозможность снижения ставок ниже нуля налагает ограничения

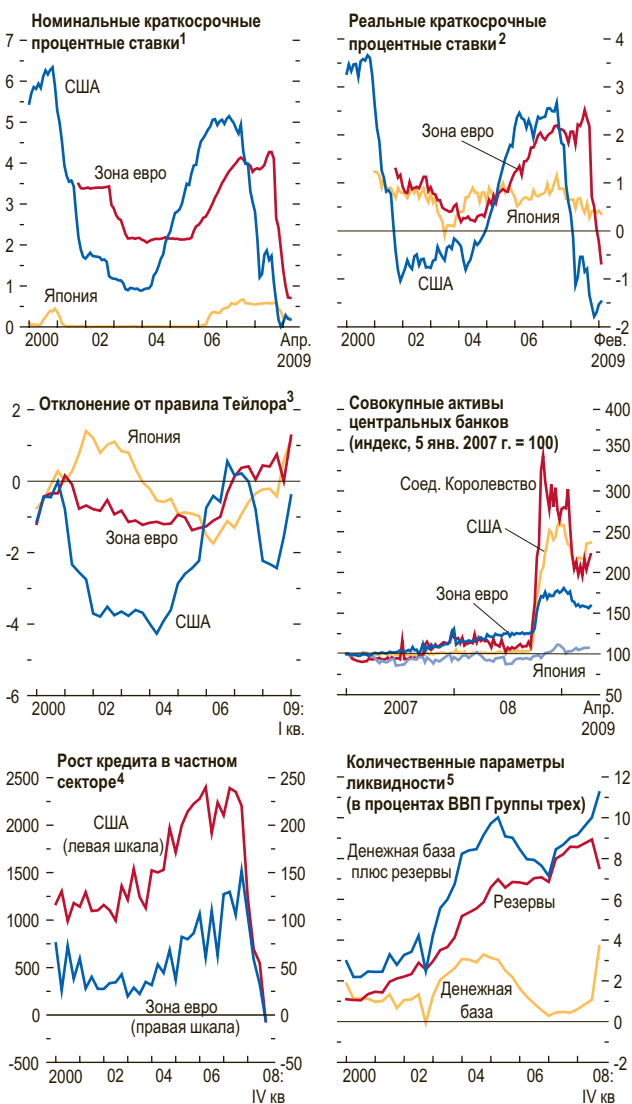
на способность центральных банков увеличивать стимулирование. В связи с этим некоторые центральные банки (в частности, Соединенного Королевства, США и Японии) увеличили покупки долгосрочных государственных бумаг и осуществляли прямую поддержку неликвидных кредитных рынков путем предоставления финансирования и гарантий посредникам на избранных рынках. Они добились некоторого успеха в снижении спредов в отдельных сегментах рынка, таких как рынки коммерческих бумаг и бумаг, обеспеченных жилищной ипотекой, в США. В результате балансы центральных банков быстро увеличиваются, поскольку они стали важными посредниками на кредитном рынке. Тем не менее, общие темпы роста кредита частному сектору резко снизились, что обусловлено сочетанием более жестких стандартов банковского кредитования, нарушений функционирования рынков ценных бумаг и снижения спроса на кредиты ввиду омрачившихся экономических перспектив.

Ввиду роста обеспокоенности относительно масштабов спада и пределов возможностей денежно-кредитной политики, правительства также прибегают к мерам налогово-бюджетной политики для поддержания спроса. Помимо возможности срабатывания автоматических стабилизаторов, были приняты крупные дискреционные пакеты стимулирования в большинстве стран с развитой экономикой, в частности, в Германии, Корее, Соединенном Королевстве, США и Японии. Хотя воздействие спада и стимулов проявится главным образом в 2009 и 2010 годах, после нескольких лет бюджетной консолидации бюджетный дефицит в основных странах с развитой экономикой в 2008 году повысился более чем на 2 процентных пункта (таблица А8). Государственная поддержка банковской системы также ведет к повышению уровней государственного долга, и в некоторых странах возможности для налогово-бюджетных мер сократились из-за тенденции повышения доходности по государственным облигациям ввиду усилившейся обеспокоенности относительно долгосрочной устойчивости бюджета.

В зависимости от обстоятельств, страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны принимают различные меры в ответ на снижение активности и усиливающееся внешнее давление. Многие страны, особенно в Азии и Латинской Америке, смогли использовать смягчающий эффект экономической политики, чтобы ослабить давление, допустив снижение обменных курсов, но в то же время используя резервы, чтобы преодолеть дестабилизацию рынков и дополнить частные кредитные ресурсы, в том числе для поддержки финанси-

Рисунок 1.7. Индикаторы денежно-кредитной политики и ликвидности в некоторых странах с развитой экономикой
(Ставки в процентах, если не указано иное)

Ставки интервенции в основных странах с развитой экономикой быстро снижаются по мере спада инфляционного давления и ухудшения экономических перспектив. Поскольку ставки интервенции уже приближаются к нулевому пределу, центральные банки все шире используют меры более прямой поддержки создания кредита, что приводит к быстрому увеличению их балансов. Несмотря на эти усилия, темпы роста кредита частному сектору резко снизились.



Источники: Bloomberg Financial Markets, Eurostat, Haver Analytics, Merrill Lynch,

OECD *Economic Outlook*, расчеты персонала МВФ.

¹Трехмесячные казначейские векселя.

²Относительно базовой инфляции.

³Ставка Тейлора зависит от: 1) нейтральной реальной процентной ставки, которая, в свою очередь, зависит от потенциального роста производства, 2) отклонения ожидаемого роста потребительских цен от целевого уровня инфляции, и 3) разрыва между фактическим и потенциальным объемом производства. Значение ожидаемой инфляции выводится из ставок отражающих разницу между номинальной доходностью и доходностью, индексированной по инфляции.

⁴Поквартальные изменения; в миллиардах единиц национальной валюты.

⁵Изменение за три года для зоны евро, Японии и США (Группа трех), выраженное в долларах США.

вания торговли. Механизмы долларовых свопов, предложенные Федеральной резервной системой ряду системно значимых стран, а также введение более гибкого кредитного инструмента МВФ внушили рынкам определенную уверенность в том, что страны, проводящие обоснованную политику, будут иметь доступ к необходимому внешнему финансированию, и им не грозит кризис счета операций с капиталом. Кроме того, по мере того как ослабла прежняя обеспокоенность относительно инфляции, многие центральные банки пересмотрели свою политику и снизили ставки интервенции с целью либерализации внутренних условий (см. рис. 1.3). Правительства этих стран также предоставляют бюджетную поддержку посредством автоматических стабилизаторов и дискреционных мер, хотя, как правило, в значительно меньшем масштабе, чем в странах с развитой экономикой (существенные исключения составляют Китай и Саудовская Аравия). Они обладают пространством для маневра благодаря накопленным резервам, более надежным режимам таргетирования инфляции и более прочным балансам государственного сектора.

Вместе с тем, в других странах, особенно странах Европы с формирующимся рынком и СНГ, проведение мер политики усложняется наличием более серьезных внутренних факторов уязвимости и в некоторых случаях менее гибкими режимами обменного курса. Ряд стран, имеющих проблемы из-за острой нехватки внешнего финансирования, неустойчивых банковских систем, несоответствия валют в балансах заемщиков и усиливающихся сомнений в прочности государственных финансов, приняли меры по ужесточению макроэкономической политики и получили внешнюю финансовую поддержку от МВФ и из других официальных источников. Однако добиться стабилизации пока не удается, поскольку внешние условия продолжают ухудшаться.

Финансовая яма стала еще глубже

Принятые меры политики в странах с развитой экономикой и странах с формирующимся рынком помогли смягчить экстремальные потрясения на финансовых рынках, наблюдавшиеся в октябре–ноябре 2008 года, и после встречи Группы 20-ти в начале апреля наблюдаются обнадеживающие признаки улучшения настроений на рынках, но в целом ситуация на финансовых рынках остается весьма напряженной. Так, дополнительно возросли финансовые риски по большинству параметров, как подробно рассматривается в апрельском выпуске «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности» (ДГФС) 2009 года. Большинство показателей ры-

ночного риска и изменчивости все еще существенно выше диапазонов, наблюдавшихся до сентября 2008 года, не говоря уже о периоде до августа 2007 года (см. рис. 1.2 и 1.3). Хотя доступ к кредитам для заемщиков с высоким рейтингом на рынках ценных бумаг улучшился, темпы роста всего спектра банковских кредитов быстро снижаются, оптовое банковское финансирование на развитых рынках остается весьма зависимым от государственных гарантий, а рынки секьюритизации по-прежнему значительно ослаблены. Ситуацию дополнительно осложняет сохраняющаяся неопределенность относительно как экономических перспектив, так и оценки стоимости безнадежных активов, особенно ввиду отсутствия существенного прогресса в восстановлении ликвидных рынков этих активов или уменьшении риска для банков в связи с изменениями их стоимости.

Продолжающееся давление во многом обусловлено разрушительной цепью обратной связи с реальной экономикой: на фоне ослабления экономических перспектив оценки финансовых убытков продолжают расти, в результате рынки по-прежнему сомневаются в платежеспособности банков, несмотря на существенные вливания государственных средств. По оценке ДГФС, ожидаемые списания стоимости активов с базой в США в портфелях всех финансовых организаций за 2007–2010 годы составят 2,7 трлн долл. США (что выше оценки в 2,2 трлн долл. США, сделанной в январе 2009 года). Общая сумма ожидаемого списания банками стоимости активов по глобальным позициям оценивается в 4 трлн долл. США, из которых около двух третей приходится на банки, а остальная часть распределена между страховыми компаниями, пенсионными фондами, хеджевыми фондами и другими посредниками, хотя эта цифра подвержена значительной погрешности. На данный момент банки признали менее трети оценочной суммы убытков, и необходимы существенные суммы нового капитала. С учетом ряда допущений, оценки ДСГФ показывают, что потребуется дополнительный капитал (измеряемый как материальный обыкновенный акционерный капитал) в размере 275–500 млрд долл. США в США, 475–950 млрд долл. США для европейских банков (кроме банков в Соединенном Королевстве) и 125–250 млрд долл. США для банков Соединенного Королевства¹. Кроме того, серьезный урон понесли балансы страховых ком-

¹Нижняя граница этого диапазона соответствует капиталу, необходимому для приведения доли заемных средств, измеряемой как отношение материального обыкновенного акционерного капитала (МОК) к общей сумме активов (СА), к уровню 4 процента. Верхняя граница соответствует капиталу, необходимому для снижения левериджа до уров-

паний и пенсионных фондов из-за снижения стоимости их активов, и одновременно увеличился разрыв между активами и обязательствами вследствие снижения доходности по государственным облигациям, используемым для дисконтирования обязательств.

Краткосрочные перспективы внушают опасения

Прогнозы по мировой экономике были дополнительно снижены, поскольку усилился порочный круг между реальным и финансовым секторами. Даже если предположить, что макроэкономическая политика будет активно поддерживать рост и что сокращение производства замедлится начиная со второго квартала 2009 года, теперь прогнозируется, что глобальная активность снизится на 1,3 процента в 2009 году, что на $\frac{1}{4}$ процентного пункта ниже прогноза январского выпуска Бюллетеня ПИРМЭ (таблица 1.1). По любым меркам, этот спад станет, бесспорно, самой глубокой глобальной рецессией со времени Великой депрессии (вставка 1.1). Кроме того, он захватывает все уголки земли: прогнозируется снижение объема производства на душу населения 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 прогнозам, рост возобновится в 2010 году, но его темпы, 1,9 процента, все еще будут намного ниже потенциала, что согласуется с выводом главы 3 о том, что после финансового кризиса подъем происходит значительно медленнее, чем в других случаях. Глава также содержит вывод о том, что синхронизированный характер глобального спада ослабляет перспективы скорого улучшения ситуации.

Динамика спада и подъема будет в решающей степени зависеть от того, насколько быстро удастся оздоровить финансовый сектор. Снижение текущего прогноза исходит из признания того, что для финансовой стабилизации потребуется больше времени, чем ранее предполагалось, ввиду сложности решения проблемы безнадежных активов и восстановления доверия к банковским балансам, особенно на фоне углубления спада, который ведет к нарастанию убытков по широкому спектру банковских активов. Прогноз также учитывает огромные политико-экономические трудности, сопряженные со «спасением» тех, кто совершил ошибки в прошлом. Так, базисный прогноз предусматривает, что значительная напряженность на развитых рынках будет сохраняться еще

в течение значительной части 2010 года и лишь медленно пойдет на убыль по мере того, как благодаря прояснению размеров убытков по безнадежным активам и вливаниям государственного капитала будет уменьшаться обеспокоенность относительно потенциальной неплатежеспособности организаций и будут снижаться контрагентские риски и волатильность на рынках. Кроме того, процесс изъятия безнадежных активов, сокращения доли заемных средств в балансах и восстановления рыночных институтов будет продолжаться еще длительное время. Таким образом, как отмечается в апрельском выпуске ДГФС 2009 года, в странах с развитой экономикой прогнозируется сокращение объема частных кредитов как в 2009 году, так и в 2010 году.

Сохраняющейся стресс и продолжающаяся корректировка балансов на развитых рынках будут иметь серьезные последствия для притока финансирования в страны с формирующимся рынком. В целом ожидается, что в 2009 году страны с формирующимся рынком переживут чистый отток капитала в размере более 1 процента их ВВП. Только заемщики с самым высоким рейтингом будут иметь доступ к новому финансированию, а коэффициенты пролонгации снизятся до уровней существенно ниже 100 процентов, поскольку на потоках как банковского, так и портфельного капитала скажутся сокращение доли заемных средств в финансовом секторе и усиливающаяся тенденция инвестировать преимущественно в отечественные активы (таблица A13). Хотя в 2010 году следует ожидать некоторого улучшения условий, возможности получения внешнего финансирования для стран с формирующимся рынком и развивающихся стран будут оставаться весьма ограниченными. Эти предположения согласуются с выводами в главе 4 о том, что, с учетом острого стресса на развитых рынках и его концентрации в банковской системе, потоки капитала в страны с формирующимся рынком значительно сократятся и затем будут лишь медленно восстанавливаться.

Прогнозируемый путь к достижению экономического подъема также предусматривает устойчивую активную макроэкономическую поддержку совокупного спроса. В основных странах с развитой экономикой ставки денежно-кредитной политики будут снижены до нулевого предела или останутся близкими к этому уровню, тогда как центральные банки продолжат изыскивать возможности использовать свои средства для смягчения кредитных условий. Эти прогнозы учитывают планы бюджетных стимулов в странах Группы 20-ти в размере 2 процентов ВВП

ней, наблюдавшихся в середине 1990-х годов (МОК/СА, годового 6 процентам) (см апрельский выпуск ДСГФ 2009 года).

Таблица 1.1. Общий обзор прогнозов «Перспектив развития мировой экономики»

(Процентное изменение, если не указано иное)

	По сравнению с предыдущим годом								
	Прогнозы				Отличие от прогнозов ПРМЭ за январь 2009 года		IV кв. по сравнению с IV кв.		
	2007	2008	2009	2010	2009	2010	Оценки	Прогнозы	
							2008	2009	2010
Мировой объем производства¹	5,2	3,2	-1,3	1,9	-1,8	-1,1	0,2	-0,6	2,6
Страны с развитой экономикой	2,7	0,9	-3,8	0,0	-1,8	-1,1	-1,7	-2,6	1,0
США	2,0	1,1	-2,8	0,0	-1,2	-1,6	-0,8	-2,2	1,5
Зона евро	2,7	0,9	-4,2	-0,4	-2,2	-0,6	-1,4	-3,5	0,6
Германия	2,5	1,3	-5,6	-1,0	-3,1	-1,1	-1,7	-4,4	0,0
Франция	2,1	0,7	-3,0	0,4	-1,1	-0,3	-1,0	-2,2	1,4
Италия	1,6	-1,0	-4,4	-0,4	-2,3	-0,3	-2,9	-2,9	0,2
Испания	3,7	1,2	-3,0	-0,7	-1,3	-0,6	-0,7	-2,9	0,2
Япония	2,4	-0,6	-6,2	0,5	-3,6	-0,1	-4,3	-2,7	-0,6
Соединенное Королевство	3,0	0,7	-4,1	-0,4	-1,3	-0,6	-2,0	-3,2	0,6
Канада	2,7	0,5	-2,5	1,2	-1,3	-0,4	-0,7	-1,9	1,7
Другие страны с развитой экономикой	4,7	1,6	-4,1	0,6	-1,7	-1,6	-2,7	-1,9	1,7
Новые индустриальные страны Азии	5,7	1,5	-5,6	0,8	-1,7	-2,3	-4,8	-1,5	2,0
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны ²	8,3	6,1	1,6	4,0	-1,7	-1,0	3,3	2,3	5,0
Африка	6,2	5,2	2,0	3,9	-1,4	-1,0	...	...	...
Страны Африки к югу от Сахары	6,9	5,5	1,7	3,8	-1,8	-1,2	...	...	...
Центральная и Восточная Европа	5,4	2,9	-3,7	0,8	-3,3	-1,7	...	...	...
Содружество Независимых Государств	8,6	5,5	-5,1	1,2	-4,7	-1,0	...	...	...
Россия	8,1	5,6	-6,0	0,5	-5,3	-0,8	1,2	-4,7	1,0
Кроме России	9,9	5,3	-2,9	3,1	-3,2	-1,3	...	...	...
Развивающиеся страны Азии	10,6	7,7	4,8	6,1	-0,7	-0,8	...	...	...
Китай	13,0	9,0	6,5	7,5	-0,2	-0,5	6,8	6,9	7,9
Индия	9,3	7,3	4,5	5,6	-0,6	-0,9	4,5	4,8	5,9
АСЕАН-5	6,3	4,9	0,0	2,3	-2,7	-1,8	2,1	1,2	3,3
Ближний Восток	6,3	5,9	2,5	3,5	-1,4	-1,2	...	...	...
Западное полушарие	5,7	4,2	-1,5	1,6	-2,6	-1,4	...	...	...
Бразилия	5,7	5,1	-1,3	2,2	-3,1	-1,3	1,2	1,1	2,4
Мексика	3,3	1,3	-3,7	1,0	-3,4	-1,1	-1,7	-2,1	2,5
<i>Для справки:</i>									
Европейский союз	3,1	1,1	-4,0	-0,3	-2,2	-0,8	...	...	...
Темпы роста в мире, рассчитанные на основе рыночных обменных курсов	3,8	2,1	-2,5	1,0	-1,9	-1,1	...	...	...
Объем мировой торговли (товары и услуги)	7,2	3,3	-11,0	0,6	-8,2	-2,6	...	...	...
Импорт									
Страны с развитой экономикой	4,7	0,4	-12,1	0,4	-9,0	-1,5	...	...	...
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	14,0	10,9	-8,8	0,6	-6,6	-5,2	...	...	...
Экспорт									
Страны с развитой экономикой	6,1	1,8	-13,5	0,5	-9,8	-1,6	...	...	...
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	9,5	6,0	-6,4	1,2	-5,6	-4,2	...	...	...
Цены на биржевые товары (в долларах США)									
Нефть ³	10,7	36,4	-46,4	20,2	2,1	0,2	...	...	...
Нетопливные товары (среднее значение на основе весов в мировом экспорте биржевых товаров)	14,1	7,5	-27,9	4,4	1,2	-2,9	...	...	...
Потребительские цены									
Страны с развитой экономикой	2,2	3,4	-0,2	0,3	-0,5	-0,5	2,1	-0,1	0,4
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны ²	6,4	9,3	5,7	4,7	-0,1	-0,3	7,7	4,4	4,0
ЛИБОР (в процентах)⁴									
По депозитам в долларах США	5,3	3,0	1,5	1,4	0,2	-1,5	...	...	...
По депозитам в евро	4,3	4,6	1,6	2,0	-0,6	-0,7	...	...	...
По депозитам в японских йенах	0,9	1,0	1,0	0,5	0,0	0,1	...	...	...

Примечание. Предполагается, что реальные эффективные обменные курсы остаются неизменными на уровнях, существовавших 25 февраля – 25 марта 2009 года. Веса стран, использованные для расчета агрегированных темпов роста групп стран, были пересмотрены.

¹Квартальные оценки и прогнозы отражают 90 процентов мировых весов ППС.

²Квартальные оценки и прогнозы отражают примерно 77 процентов производства стран с формирующимся рынком и развивающихся стран.

³Простое среднее цен на нефть сортов U.K. Brent, Dubai и West Texas Intermediate. Средняя цена нефти в долларах США за баррель составляла

97,03 доллара в 2008 году; предполагаемая цена, основанная на фьючерсных рынках, составляет 52,00 доллара в 2009 году и 62,50 доллара в 2010 году.

⁴Шестимесячная ставка в случае валют США и Японии, трехмесячная ставка для зоны евро.

Вставка 1.1. Глобальные циклы деловой активности

Мировая экономика переживает самый глубокий спад за 50 лет. Многие наблюдатели доказывают, что этот спад обладает всеми признаками глобальной рецессии. Одним недостатком этой аргументации, однако, является небольшой объем проведенных эмпирических исследований глобальных циклов деловой активности. В настоящей вставке сделана попытка восполнить этот пробел: определить понятие глобальных циклов деловой активности, дать краткое описание их основных характеристик и тем самым поместить текущий спад в исторический контекст.

Что представляет собой глобальный цикл деловой активности? В 1960-е годы для ответа на этот вопрос достаточно было рассмотреть циклические колебания в странах с развитой экономикой, в особенности США. Эти страны производили львиную долю мировой продукции, почти 70 процентов по паритету покупательной способности (ППС); кроме того, циклическая активность в значительной части остального мира во многом зависела от условий в странах с развитой экономикой¹. Сегодня, когда доля стран с развитой экономикой в мировом объеме производства уменьшилась до примерно 55 процентов по ППС, совпадение по времени циклов деловой активности в этих странах и глобальных циклов деловой активности уже нельзя воспринимать как должное. Действительно, в 2007 году, когда начала снижаться экономическая активность в США и других странах с развитой экономикой, имела надежда, что страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны будут в определенной мере изолированы от этих событий благодаря величине и устойчивости внутреннего спроса в этих странах и возросшей значимости внутрирегиональной торговли в Азии.

В то же время страны мира сегодня более интегрированы посредством торговли и финансовых потоков, чем в 1960-е годы, что создает больший потенциал для вторичных эффектов и распространения кризиса. В результате усиливается обратная связь (в обоих направлениях) между ходом цикла

деловой активности в странах с развитой экономикой и в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах, что повышает вероятность синхронных изменений и возникновения глобального цикла деловой активности.

Датирование глобальных циклов деловой активности

Два стандартных метода датирования пиков и низших точек циклов деловой активности в отдельных странах применяются на глобальном уровне: статистические процедуры и методы субъективной оценки, например, такие как методы, используемые Национальным бюро экономических исследований (НБЭИ) и Центром исследований экономической политики (ЦИЭП) соответственно для США и зоны евро. Оба метода указывают на одинаковые поворотные точки в изменении глобальной активности.

Статистический метод используется для датирования пиков и низших точек одного из основных показателей глобальной экономической активности, мирового реального ВВП на душу населения (на основе весов ППС)². Используются годовые данные с 1960 по 2010 год, причем оценки за 2009–2010 годы основаны на последних прогнозах роста в докладе «Перспективы развития мировой экономики»³. Для учета неоднородности темпов роста населения в различных странах применяется показатель в расчете на душу населения; в частности, страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны обычно имеют более высокие темпы роста ВВП, чем промышленно развитые страны, но при этом и более высокие темпы роста населения.

Этот алгоритм выявляет четыре низшие точки глобальной экономической активности за прошедшие 50 лет — 1975, 1982, 1991 и 2009 годы — которые соответствуют снижению мирового реального ВВП на душу населения (первый рисунок, верхняя часть). Следует отметить, что 1998 и 2001 годы не признаются низшими точками, поскольку мировой реальный ВВП на душу населения в эти годы не снижался.

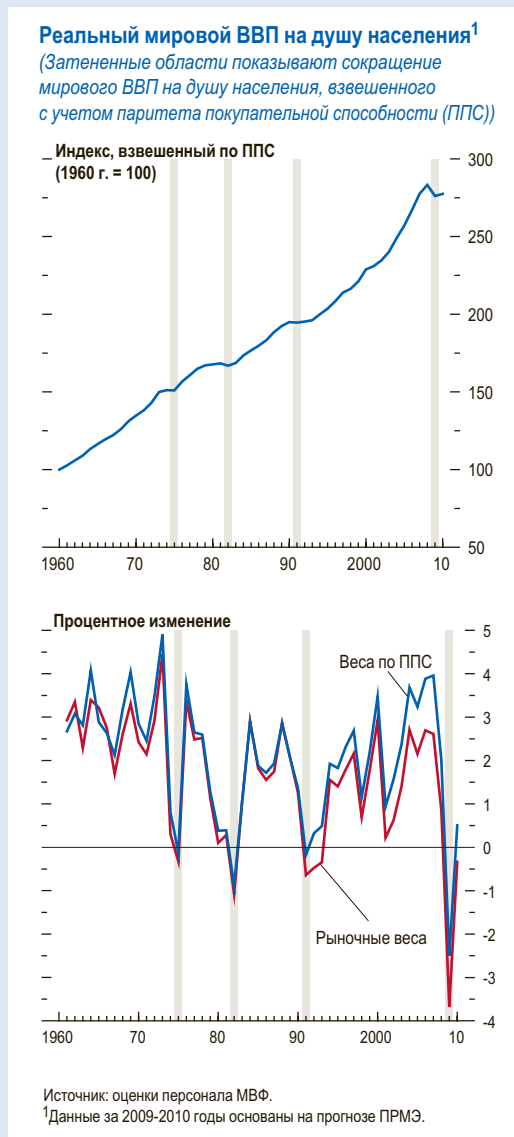
Авторами настоящей вставки являются М. Айхан Косе, Пракаш Лунгани и Марко Э. Терронес. Содействие в исследовательской работе оказывали Дэвид Лоу и Хаир Родригес.

¹По оценке на основе рыночных обменных курсов доля стран с развитой экономикой в мировом объеме производства составляет около 75 процентов. В главе 4 апрельского выпуска «Перспектив развития мировой экономики» 2007 года анализируются изменения в распределении мирового объема производства и рассматривается, как со временем менялось влияние экономического роста в странах с развитой экономикой на экономические показатели развивающихся стран.

²Этот метод определяет пики и низшие точки уровня экономической активности путем поиска изменений в течение определенного периода времени. В случае годовых данных он, по существу, требует как минимум двухлетней продолжительности цикла и как минимум годичной продолжительности каждой из фаз цикла. Полный цикл проходит расстояние между последовательными пиками за две фазы, рецессии (от пика до низшей точки) и подъема (от низшей точки до пика); см. Claessens, Kose, and Terrones (2008).

³Выборка, использовавшаяся для расчета этого показателя, включает почти все страны в базе данных ПРМЭ.

Вставка 1.1 (продолжение)



В 1997–1998 годах многие страны с формирующимся рынком, особенно в Азии, испытали резкое снижение экономической активности, но в странах с развитой экономикой темпы роста не снижались. В 2001 году, напротив, многие страны с развитой экономикой пережили небольшой спад, тогда как в основных странах с формирующимся рынком, таких как Китай и Индия, темпы роста оставались устойчивыми⁴.

⁴В анализе во вставке 1.1 в апрельском выпуске «Перспектив развития мировой экономики» 2002 года “Was It a Global Recession?” (Была ли это глобальная рецес-

Использование рыночных весов вместо весов ППС, повышающее относительный вес стран с развитой экономикой, не влияет на выявление низших точек. Исключение составляет 1991 год; при использовании рыночных весов низшая точка в этом эпизоде смещается на 1993 год ввиду спада, имевшего место во многих европейских странах во время кризиса европейского механизма валютных курсов (МВК) в 1992–1993 годах. Вместе с тем, текущие прогнозы при использовании обоих видов весов позволяют предположить, что глобальный спад 2009 года будет намного более глубоким, чем все предыдущие за последние пять десятилетий (первый рисунок, нижняя часть)⁵.

Более широкая оценка поворотных точек

В отличие от статистического подхода, НБЭИ и ЦИЭП определяют даты пиков и низших точек цикла деловой активности, рассматривая широкий набор макроэкономических показателей и оценивая наличие преобладающих доказательств рецессии. ЦИЭП решает намного более сложную задачу, чем НБЭИ, поскольку, помимо рассмотрения множественных показателей, он должен установить, переживает ли спад зона евро в целом.

Этот подход применяется на глобальном уровне путем анализа нескольких показателей глобальной активности: реального ВВП на душу населения, промышленного производства, торговли, потоков капитала, потребления нефти и безработицы⁶. На

сия?) также был сделан вывод, что эпизод 2001 года «немного не дотягивает до глобальной рецессии, по крайней мере в сравнении с предыдущими эпизодами, которые мы отнесли бы к глобальным рецессиям. Вместе с тем, разница была совсем небольшой». См. более подробную информацию в главе апрельского выпуска «Перспектив развития мировой экономики» 2002 года.

⁵Алгоритм построен таким образом, что выбираемые эпизоды глобальной рецессии в точности соответствуют периодам снижения мирового реального ВВП на душу населения. При обоих видах весов даты пиков глобального цикла деловой активности приходится на 1974, 1981, 1990 и 2008 годы. При использовании общего показателя реального ВВП (а не в расчете на душу населения), 2009 год является единственным, в котором глобальная экономика испытала сокращение, за период с 1960 года.

⁶Данные о безработице за весь период выборки имеются только по некоторым странам с развитой экономикой. Трудно получить данные для составления длительных временных рядов по безработице в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах; кроме того, наличие больших неофициальных секторов во многих из этих стран снижает полезность официального уровня безработицы как показателя условий на рынке труда.

втором рисунке представлена средняя динамика этих показателей в период накануне, во время и после глобальных спадов 1975, 1982 и 1991 годов, которые были определены посредством статистического подхода. Темпы роста мирового промышленного производства и потребления нефти начинают снижаться за два года, а темпы роста мировой торговли и потоков капитала за один год до низшей точки. Уровень безработицы наиболее резко повышается в год рецессии. Безработица остается высокой в год после прохождения низшей точки, а темпы роста большинства других показателей приближаются к их нормальным уровням⁷. Текущая рецессия следует траектории, аналогичной наблюдавшимся во время прошлых спадов, хотя в этот раз большинство показателей претерпевают намного более резкое сокращение.

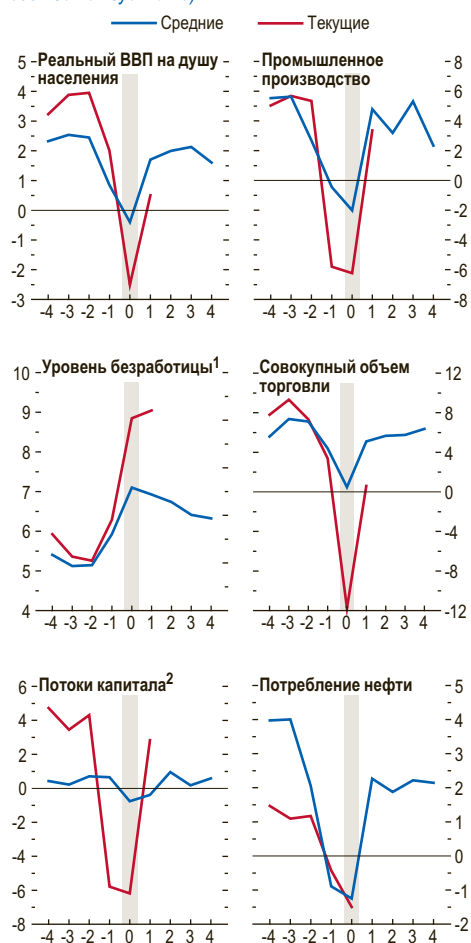
Хотя упомянутые четыре глобальные рецессии имеют сходные качественные характеристики, между ними имеются существенные количественные отличия. В таблице показаны процентные изменения отдельных показателей глобальной активности в периоды рецессии. Снижение почти всех показателей было более резким в 1975 и 1982 годах, чем в 1991 году; более того, в 1991 году объем мировой торговли быстро рос, несмотря на рецессию. Потоки капитала сократились в 1982 и 1991 годах, но намного меньше по сравнению с огромным сокращением, которое, как представляется, происходит в ходе текущего эпизода. В ходе текущего спада ожидается рост безработицы примерно на 2,5 процентного пункта, что больше, чем во время прошлых рецессий.

О тяжести рецессии 2009 года также свидетельствует прогнозируемое снижение потребления на душу населения, которое намного превышает масштаб снижения, наблюдавшегося в 1982 году, и контрастирует с приростом потребления во время двух других глобальных рецессий. Уровень инвестиций на душу населения снижался во время всех глобальных рецессий, но прогнозируемое снижение в период текущего спада явно больше, чем наблюдавшиеся в предыдущих эпизодах.

⁷В 1998 и 2001 годах динамика этих глобальных показателей была неоднозначна, что подтверждает вывод на основе статистического метода об отсутствии в этих эпизодах признаков глобального спада. Статистический метод также используется для выявления поворотных точек цикла в квартальных рядах данных о глобальном промышленном производстве. Полученные результаты в целом согласуются с полученными на основе годового ряда данных ВВП, но в то же время указывают, что промышленное производство достигло низшей точки в период с IV квартала 2000 года по IV квартал 2001 года.

Отдельные переменные накануне, во время и после мировых рецессий

(Годовое процентное изменение, если не указано иное; годы указаны на оси x; низшая точка производства соответствует t = 0)



Источник: расчеты персонала МВФ.

¹Уровень безработицы в процентах. Включает только данные по странам с развитой экономикой.

²Потоки капитала отражают среднее отношение суммы притоков и оттоков к ВВП за скользящий двухлетний период.

Синхронность рецессий в отдельных странах

На третьем рисунке показаны годовые колебания доли стран, переживавших рецессию, с учетом весов ВВП. Рецессия здесь определяется как снижение

Вставка 1.1 (окончание)

Глобальные рецессии: отдельные показатели экономической активности

(Процентное изменение, если не указано иное)

Переменная	1975	1982	1991	Прогноз 2009	Среднее (1975, 1982, 1991 гг.)
Объем производства					
На душу населения (взвешенный по ППС ¹)	-0,13	-0,89	-0,18	-2,50	-0,40
На душу населения (рыночного веса)	-0,33	-1,08	-1,45	-3,68	-0,95
Другие макроэкономические показатели					
Промышленное производство	-1,60	-4,33	-0,09	-6,23	-2,01
Совокупный объем торговли	-1,87	-0,69	4,01	-11,75	0,48
Потоки капитала ²	0,56	-0,76	-2,07	-6,18	-0,76
Потребление нефти	-0,90	-2,87	0,01	-1,50	-1,25
Безработица ³	1,19	1,61	0,72	2,56	1,18
Компоненты производства					
Потребление на душу населения	0,41	-0,18	0,62	-1,11	0,28
Инвестиции на душу населения	-2,04	-4,72	-0,15	-8,74	-2,30

Примечание: Рецессия, начавшаяся в 1991 году, продолжалась до 1993 года (исходя из оценки на основе рыночных весов); все другие рецессии продолжались один год.

¹ ППС – паритет покупательной способности.

² Обозначает изменение отношения суммы притоков и оттоков к ВВП за скользящий двухлетний период.

³ Обозначает изменение уровня безработицы в процентных пунктах.

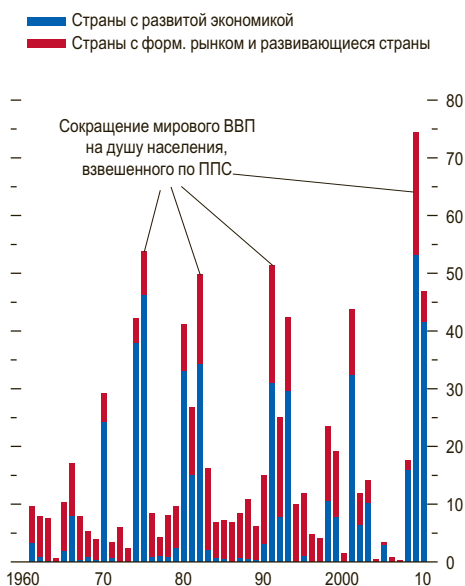
реального ВВП на душу населения⁸. Неудивительно, что процентная доля стран, испытывающих рецессию, резко повышается во время четырех глобальных спадов. Спад 1975 года был вызван в основном снижением активности в развитых странах, однако страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны сыграли свою роль в других трех эпизодах. В 1982 году рецессии во многих странах Латинской Америки способствовали снижению глобальной активности, тогда как в 1991 году важным фактором были спады в странах с переходной экономикой. Рецессия 1991 года продолжалась несколько лет: за рецессией в США в 1990–1991 годах последовали спады в европейских странах во время кризиса Механизма валютных курсов (МВК).

⁸ Данные по странам взвешены по ППС; как следствие, на этом рисунке страны с большим размером экономики получают больший вес.

Период 2006–2007 годов выделяется рекордно низким числом стран, переживавших рецессию. Однако затем ситуация резко изменилась. В 2009 году спад ожидается почти во всех странах с развитой экономикой. Текущая рецессия отличается самой высокой степенью синхронности за последние 50 лет. Хотя она явно в основном обусловлена снижением активности в странах с развитой экономикой, рецессии в ряде стран с формирующимся рынком и развивающихся стран способствуют ее углублению и повышению синхронности.

Итак, в случае реализации экономических прогнозов на 2009 год он станет годом самого глубокого мирового спада за послевоенный период. Ожидается, что большинство показателей снизятся более резко, чем в предыдущих эпизодах глобальных рецессий. Помимо степени тяжести, этоф глобальный спад также может быть признан самым синхронизированным, поскольку в настоящее время им охвачены практически все страны с развитой экономикой, как и многие страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны.

Страны, переживающие рецессию¹
(Процентная доля числа стран, взвешенная по ППС)



Источник: оценки персонала МВФ.

¹ Данные за 2009–2010 годы основаны на прогнозе ПРМЭ.

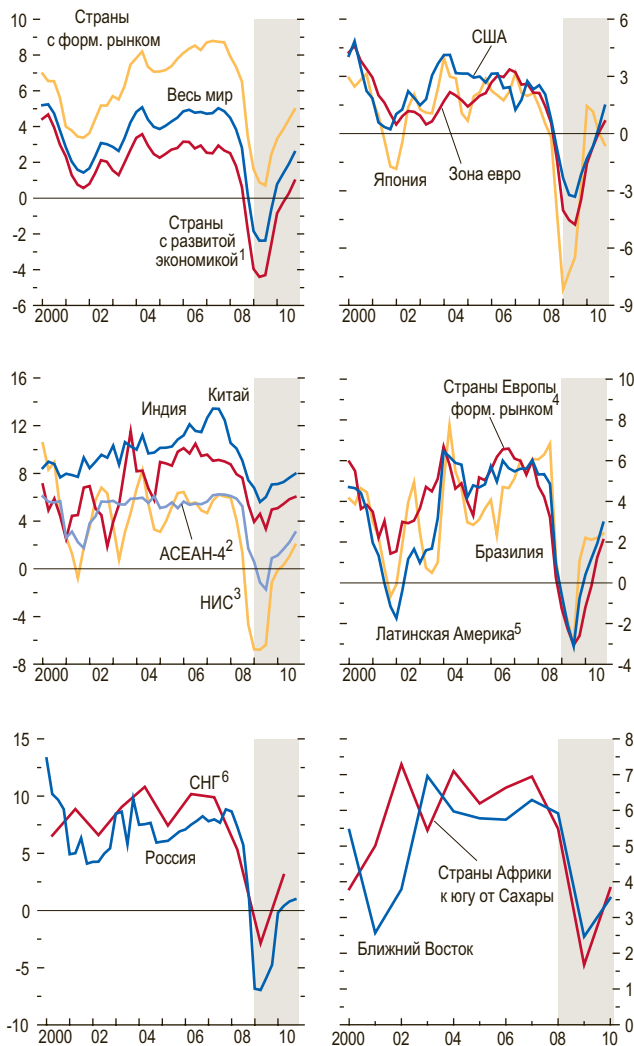
в 2009 году и 1½ процента ВВП в 2010 году, а также действие автоматических стабилизаторов в большинстве этих стран². В основных странах с развитой экономикой прогнозируется увеличение бюджетного дефицита до 10½ процента ВВП в 2009 году по сравнению с менее 2 процентов в 2007 году (см. таблицу А8), причем это ухудшение наполовину обусловлено последствиями бюджетных стимулов и финансовой поддержки (IMF, 2009e). Размер совокупного дефицита будет намного больше, чем когда-либо со времени Второй мировой войны. В странах с формирующимся рынком и развивающихся странах также ожидается ухудшение сальдо бюджетов, от небольшого общего профицита в 2007 году до дефицита в 4 процента ВВП в 2009 году, причем относительно большая составляющая этого изменения вызвана снижением цен на биржевые товары и активы.

Третье основное допущение состоит в том, что цены на биржевые товары будут оставаться близкими к текущему уровню в 2009 году и лишь немного повысятся в 2010 году, когда наконец начнется подъем, соответственно динамике цен на форвардных рынках. Ограниченный рост цен на эти товары в сочетании с увеличением разрыва между фактическим и потенциальным объемом производства подразумевает дальнейшее резкое снижение темпов глобальной инфляции, а также перераспределение покупательной способности в страны-импортеры биржевых товаров, что обеспечит существенную поддержку спроса в странах с развитой экономикой (прирост покупательной способности примерно на 1½ процента ВВП), но отрицательно скажется на экспортерах биржевых товаров.

Исходя из этого, прогнозируется, что в странах с развитой экономикой будет происходить глубокая рецессия. Общий объем производства, по прогнозу, сократится на 2,6 процента (с четвертого квартала по четвертый квартал) в 2009 году (рис. 1.8). После очень низких показателей в первом квартале в дальнейшем ожидается замедление спада производства благодаря позитивному воздействию бюджетных стимулов на экономику и ослаблению тормозящего эффекта корректировки запасов материальных оборотных средств. В те-

Рисунок 1.8. Перспективы развития мировой экономики
(Реальный ВВП; процентное изменение относительно значения годом ранее)

В 2009 году в мировой экономике прогнозируется глубокая и продолжительная рецессия с возобновлением лишь постепенного роста в 2010 году при условии принятия решительных мер политики. По прогнозу, в 2009 году экономическая активность значительно снизится в широком круге стран с развитой экономикой и стран с формирующимся рынком.



Источники: Naver Analytics и база данных «Перспектив развития мировой экономики» (ПРМЭ).

¹Австралия, Дания, зона евро, Израиль, Канада, Корея, Новая Зеландия, Норвегия, САР Гонконг, Сингапур, Соединенное Королевство, США, Тайвань, провинция Китая, Чешская Республика, Швейцария, Швеция и Япония.

²Индонезия, Малайзия, Таиланд и Филиппины.

³К новым индустриальным странам Азии (НИС) относятся Корея, САР Гонконг, Сингапур, Тайвань, провинция Китая.

⁴Венгрия, Латвия, Литва, Польша и Эстония.

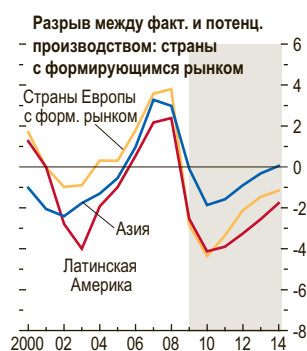
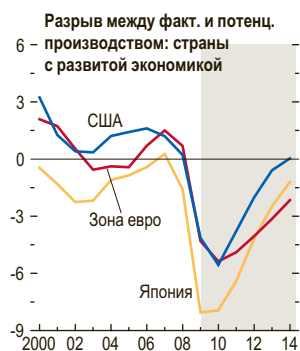
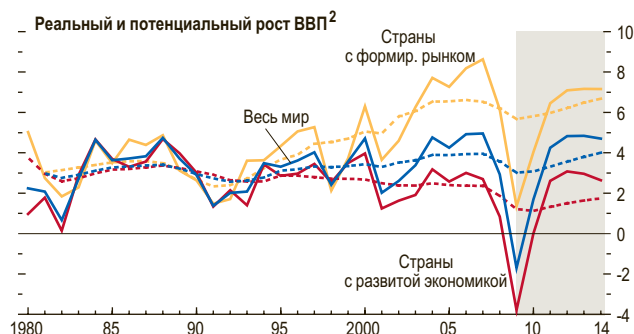
⁵Аргентина, Бразилия, Венесуэла, Колумбия, Мексика, Перу и Чили.

⁶Содружество Независимых Государств.

²В записке, подготовленной персоналом МВФ для Лондонского совещания Группы 20-ти в марте 2009 года (IMF, 2009f), даются более подробные оценки мер бюджетной поддержки в разбивке по странам. По приводимой в записке оценке, такая поддержка приведет к увеличению ВВП в 2009 году в странах Группы 20-ти на ¼ – ¾ процентного пункта, исходя из различных оценок бюджетных мультипликаторов. Около трети этого увеличения обусловлено трансграничными вторичными эффектами.

Рисунок 1.9. Потенциальный экономический рост и разрыв между фактическим и потенциальным объемом производства¹

Тяжелая глобальная рецессия означает резкое увеличение разрыва между потенциальным и фактическим объемом производства, особенно в странах с развитой экономикой, но она также затронет большинство стран с формирующимся рынком. Ожидается, что эти разрывы будут лишь медленно сокращаться в среднесрочной перспективе, что подразумевает сохранение устойчиво высоких уровней безработицы.



Источники: оценки персонала МВФ.

¹Оценки разрыва между фактическим и потенциальным объемом производства в процентах потенциального ВВП основаны на расчетах персонала МВФ.

²Темпы роста фактического ВВП (сплошная линия) в сравнении с потенциальным (пунктирная линия) для стран с развитой экономикой. В случае стран с формирующимся рынком для потенциального ВВП использовался фильтр Ходрика-Прескотта.

чение 2010 года ожидается постепенное увеличение объема производства, на 1,0 процента, все еще существенно ниже потенциала, что подразумевает дальнейший рост безработицы до уровня более 9 процентов. Среди основных стран США и Соединенное Королевство и далее будут испытывать наиболее сильные негативные последствия кредитных ограничений, учитывая прямой ущерб, понесенный их финансовыми организациями, значительные корректировки на рынке жилья и зависимость от заимствования населения для поддержки уровня потребления. В зоне евро произойдет еще больший спад активности, чем в США, поскольку резкое сокращение экспортных отраслей будет все более ограничивать внутренний спрос на фоне финансового стресса и корректировок на рынках жилья некоторых стран. В Японии происходит исключительно тяжелый спад, в основном связанный с торговлей, которая понесла тяжелый урон из-за сильной зависимости экономики от экспорта продукции обрабатывающей промышленности, и с вторичными эффектами для внутренних инвестиций. Прогнозируется, что разрыв между фактическим и потенциальным объемом производства в Японии достигнет уровня 8 процентов, самого высокого из всех основных стран с развитой экономикой (рис. 1.9).

В странах с формирующимся рынком и развивающихся странах в совокупности все еще прогнозируется небольшой рост в 2009 году, на 1,6 процента, с повышением до 4 процентов в 2010 году. Вместе с тем, в большой группе стран реальный ВВП сократится в 2009 году. Наибольшее сокращение производства прогнозируется в странах СНГ, поскольку кредитный бум сошел на нет из-за оттока капитала, а доходы от экспорта биржевых товаров сократились. Странам Европы с формирующимся рынком приходится приспосабливаться к резкому сокращению внешнего финансирования, а также снижению спроса со стороны Западной Европы. Страны-экспортеры Восточной Азии, такие как Япония, серьезно пострадали от падения спроса на экспорт обрабатывающей промышленности. В Китае и Индии темпы роста резко снизятся, но все еще ожидается весьма высокий рост по сравнению с другими странами, учитывая динамику внутреннего спроса (которая подкрепляется смягчением денежно-кредитной политики, особенно в Китае). Ближневосточные страны-экспортеры нефти используют финансовые резервы для поддержки запланированных государственных расходов, чтобы ослабить воздействие снизившихся цен на нефть. В Латинской Америке проводившаяся в последнее время во многих странах осмотритель-

ная макроэкономическая политика позволила создать буфер безопасности, но страны переживают тяжелые последствия сокращения объемов экспорта, низких цен на биржевые товары и жестких условий внешнего финансирования. Страны Африки также испытывают трудности из-за снизившихся экспортных цен на биржевые товары и сокращения экспортных рынков, но большинство из них менее зависимы от внешнего финансирования.

Преобладание рисков снижения темпов роста

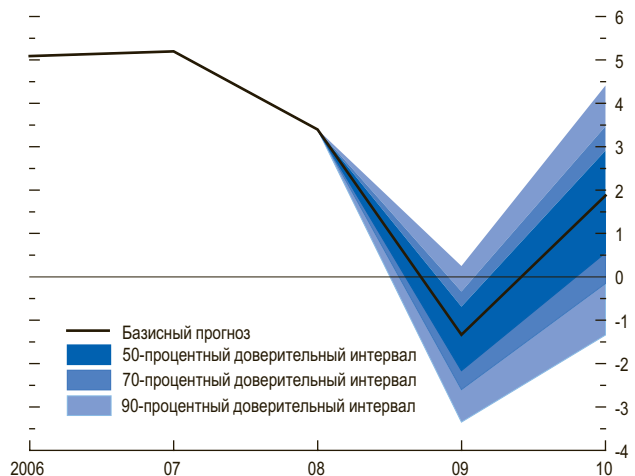
Текущие перспективы отличаются исключительной неопределенностью, и риски все еще смещены в сторону снижения темпов роста, несмотря на понижение базисного прогноза, как показано на веерной диаграмме мирового роста (рис. 1.10). Эта веерная диаграмма теперь строится на основе рыночных показателей, как поясняется в Приложении 1.2. Эти показатели свидетельствуют о том, что дисперсия риска для роста в настоящее время намного больше обычной, а также указывают на смещение рисков в сторону снижения.

Прежде чем анализировать эти риски снижения темпов роста, следует отметить, что имеется потенциал для улучшения перспектив. Проведение решительной политики, которая сможет убедить участников рынка в том, что принимаются решительные меры для преодоления финансовой напряженности, может вызвать усиливающие друг друга «оптимистические подъемы» на рынках и привести к оживлению предпринимательской и потребительской уверенности и к большей готовности принимать более долгосрочные расходные обязательства. Проблема в том, что чем дольше будет продолжаться углубление спада, тем меньше шансы такого энергичного подъема, поскольку пессимизм относительно перспектив экономики примет хронический характер, а состояние балансов будет еще более ухудшаться.

Что касается риска снижения темпов роста, одно из главных опасений состоит в том, что принимаемых мер и впредь окажется недостаточно, чтобы остановить цикл отрицательной обратной связи между ухудшением финансовых условий и ослаблением экономики в условиях ограниченной общественной поддержки проводимой политики. Суть проблемы в том, что со снижением активности по всему миру угроза нарастания числа дефолтов корпораций и домашних хозяйств будет приводить к еще большим спредам, обусловленным рисками, дальнейшему снижению цен активов

Рисунок 1.10. Факторы риска, угрожающие росту мирового ВВП¹
(Процентное изменение)

Перспективы отличаются исключительной неопределенностью, и риски все еще смещены в сторону недостижения уровней роста, предусмотренных в прогнозе. См. подробную информацию о связи дисперсии и асимметрии веерной диаграммы с рыночными показателями в Приложении 1.2.

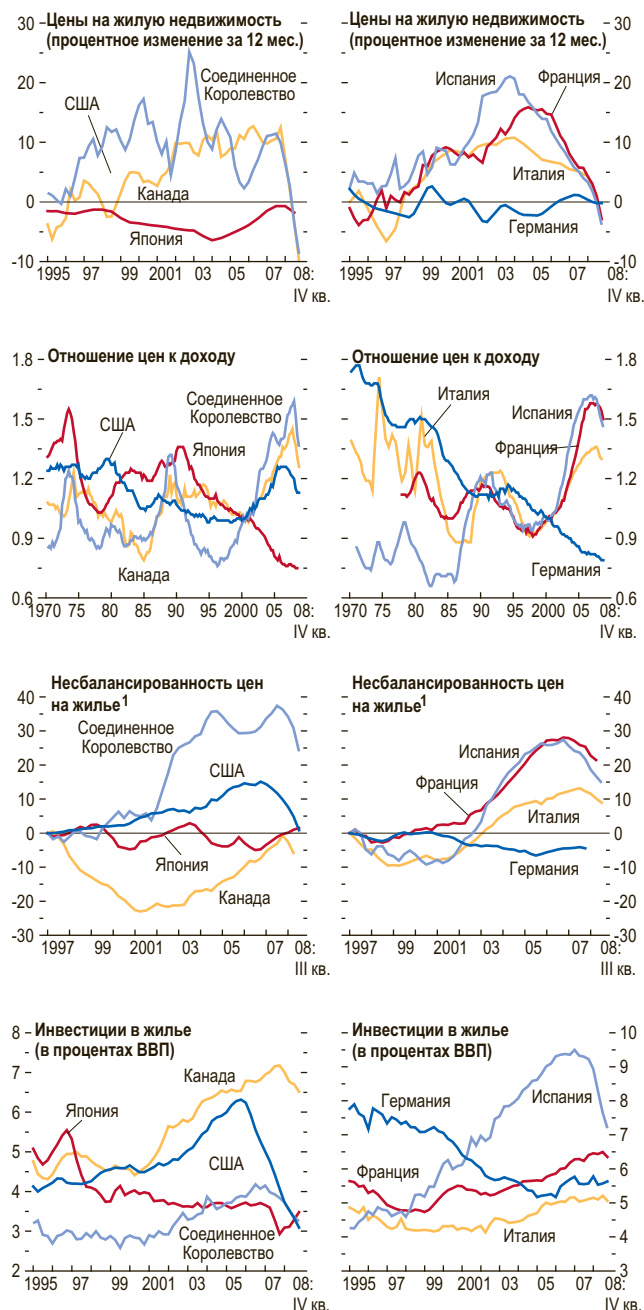


Источник: оценки персонала МВФ.

¹Веерная диаграмма отражает неопределенность в отношении центрального прогноза «Перспектив развития мировой экономики» (ПРМЭ) с вероятностными интервалами 50, 70 и 90 процентов. Как показано на диаграмме, 70-процентный доверительный интервал включает 50-процентный интервал, а 90-процентный доверительный интервал включает 50-процентный и 70-процентный интервалы.

Рисунок 1.11. Изменения на рынках жилья

Темпы роста цен на жилье резко снизились в широком диапазоне стран с развитой экономикой, и на ряде рынков в настоящее время происходит падение цен. Тем не менее, во многих странах сохраняется существенная несбалансированность цен на жилье.



Источники: Haver Analytics, OECD Economic Outlook, расчеты персонала МВФ.
¹Оценки на основе методологии, описанной во вставке 1.2 в октябрьском выпуске «Перспективы развития мировой экономики» 2008 года.

и увеличению убытков в балансах финансовых организаций. Возрастет риск событий системного масштаба, будет сложнее восстановить авторитет и доверие, и еще более увеличатся бюджетные издержки на экстренную помощь банкам. Кроме того, широкий круг финансовых организаций, включая компании страхования жизни и пенсионные фонды, столкнется с серьезными трудностями. В свою очередь, возросший стресс в финансовом секторе приведет к дальнейшему сокращению доли заемных средств и увеличению продажи активов, ужесточению доступа к кредитам, усилению неопределенности, повышению уровня сбережения и еще более тяжелым и продолжительным рецессиям. В условиях значительной неопределенности меры налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики могут оказаться недейственными, поскольку высокие уровни страховых сбережений могут привести к снижению бюджетных мультипликаторов, и шаги по облегчению доступа к финансированию могут быть не в состоянии затормозить процесс сокращения доли заемных средств.

Ожидается, что это отрицательное взаимодействие будет происходить через сложную совокупность связанных между собой каналов, охватывающих как страны с развитой экономикой, так и страны с формирующимся рынком. Основные пути передачи воздействия включают глубокие корректировки на национальных рынках жилья, особенно в странах с развитой экономикой, но также и в других странах; стресс в секторе корпораций, особенно, но не исключительно, в странах с формирующимся рынком; риски дефляции, главным образом в странах с развитой экономикой; повышение уязвимости балансов государственного сектора, особенно в странах с формирующимся рынком, но не только в них. Каждый из этих рисков последовательно анализируется ниже, а в заключительной части раздела представлен неблагоприятный сценарий снижения темпов роста, чтобы проиллюстрировать возможное совокупное воздействие на глобальную экономику.

Когда закончится спад на рынке жилья?

Спад на рынке жилья США послужил непосредственным толчком к началу кризиса на рынке первоклассных ипотек и причиной продолжающихся крупных убытков финансовой системы, снижения благосостояния домашних хозяйств и сокращения объема строительства, которые остаются серьезным тормозом для экономической

активности в США³. Базисные прогнозы предусматривают стабилизацию и улучшение ситуации в этом секторе после снижения цен на жилье еще на 10–15 процентов (по индексу Кейса-Шиллера для 20 городов), в результате чего цены на жилье в США снизятся в общей сложности более чем на 35 процентов относительно их максимального уровня, коэффициенты стоимости жилья придут в большее соответствие со среднесрочными нормами, а строительная активность снизится до уровня значительно ниже предыдущих циклических минимумов (рис. 1.11). Вместе с тем, растущая безработица и увеличивающаяся доля домашних хозяйств с «отрицательной чистой стоимостью жилья» (в настоящее время у 20 процентов заемщиков стоимость жилья ниже их задолженности по ипотеке) грозят дальнейшим ростом числа случаев отчуждения залога, что может привести к серьезному «зашкаливанию» корректировки и сохранению низкой активности на рынке жилья до конца 2010 года. Эта опасность подчеркивает важность эффективной реализации недавних правительственных инициатив по содействию реструктуризации ипотечных кредитов и обеспечению достаточного предложения кредита.

Многие европейские рынки жилья в последние годы также переживали бум, и, по оценкам персонала МВФ, несбалансированность цен на жилье в ряде стран была не менее или даже более значительной, чем в США. Хотя этот тренд затронул не все национальные рынки, в Ирландии, Испании и Соединенном Королевстве сейчас происходят серьезные корректировки, которые, скорее всего, еще далеко не завершены. Ряд стран Европы с формирующимся рынком также переживает серьезный спад на рынке жилья, и для некоторых из этих стран ситуация усугубляется тем, что большая доля ипотек выражена в иностранной валюте, что означает увеличение финансовой нагрузки на население в случае резкого изменения курсов валют. Риски снижения темпов роста включают чрезмерную корректировку на рынках Западной Европы, где уже происходят существенные корректировки, более сильную корректировку на рынках других стран, где имеются признаки существенной несбалансированности цен на жилье (хотя доли заемных средств в балансах домашних хозяйств намного ниже, чем в других странах),

³Эти связи анализируются во вставке 1.2 в октябрьском выпуске «Перспектив развития мировой экономики» 2008 года.

и увеличение финансового стресса для населения в странах Европы с формирующимся рынком.

Нарастающая угроза дефолта корпораций в странах с формирующимся рынком

В условиях углубляющегося глобального спада и сохраняющихся серьезных нарушений в функционировании кредитных рынков, риск дефолта корпораций повышается до опасных уровней, особенно в тех странах с формирующимся рынком, которые наиболее зависимы от внешнего финансирования.

Как показано во вставке 1.2, сектор нефинансовых корпораций в странах с развитой экономикой и в странах с формирующимся рынком воспользовался бумом в 2003–2007 годах, чтобы укрепить балансы, снизив долю заемных средств и повысив уровень ликвидности, и добиться увеличения прибыли на активы. Вместе с тем, экономический спад и финансовый кризис уже создают значительные трудности для корпораций, и число банкротств резко возросло, особенно в США.

Урегулирование банкротства корпораций будет сложной задачей в странах с развитой экономикой, но проблемы сектора корпораций таят еще большую угрозу в странах с формирующимся рынком. В общей сложности, эти страны нуждаются в пролонгации долга (краткосрочный долг плюс погашение среднесрочного и долгосрочного долга) на сумму 1,8 трлн долл. США в 2009 году. Основная часть этой потребности приходится на сектор корпораций, особенно в странах Европы с формирующимся рынком (см. апрельский выпуск ДГФС 2009 года). Имеется риск, что эти потребности в пролонгации долга не будут удовлетворены, поскольку внешнее финансирование сократится даже более резко, чем ожидалось в базисных прогнозах, на фоне ухудшения экономических перспектив и интенсивного сокращения доли заемных средств в мировом масштабе.

Страны с формирующимся рынком особенно подвержены такому риску, так как в них особенно остро проявляются факторы, побуждающие банки сокращать трансграничные позиции, такие как нарушения в работе своповых рынков и высокая стоимость ликвидности в иностранной валюте. Кроме того, хеджевые фонды и другие портфельные инвесторы на формирующихся рынках испытывают все большие потребности в сокращении доли заемных средств из-за отсутствия доступа к финансированию и погашения кредитов. Банки, которые являются преобладающим источ-

Вставка 1.2. Насколько уязвимы нефинансовые фирмы?

Этот вопрос сейчас более актуален, чем обычно, для оценки перспектив финансового сектора и более широкой экономики. Представленные в настоящей вставке балансовые и рыночные показатели свидетельствуют о том, что устойчивость сектора нефинансовых корпораций к шокам значительно повысилась с конца 1990-х годов и до недавнего времени обеспечивала поддержку финансовым секторам и странам, пострадавшим от кризиса. Однако, по мере углубления финансового кризиса и повышения степени синхронизации спада между странами с развитой экономикой и странами с формирующимся рынком, балансы нефинансовых фирм по всему миру начали ухудшаться. Дальнейшее ослабление сектора нефинансовых корпораций теперь грозит возникновением новых убытков в банковском секторе и усугублением порочного круга макрофинансовых обратных связей в ходе текущего глобального кризиса.

В течение нескольких лет, предшествовавших текущему кризису, доля заемных средств в секторе нефинансовых корпораций неуклонно снижалась, в основном благодаря успешному проведению реорганизации после предыдущих эпизодов стресса (особенно после японского кризиса, азиатского кризиса и краха «пузыря» интернет-компаний). На момент начала происходящего кризиса доли заемных средств фирм в странах с развитой экономикой и в странах с формирующимся рынком были в целом близки (первый рисунок, верхняя часть). В частности, в Азии доля заемных средств значительно уменьшилась по сравнению с пиковыми уровнями азиатского кризиса. Фирмы стран Европы с формирующимся рынком и России имели особенно низкие доли заемных средств ввиду высоких цен на нефть и высокой стоимости активов.

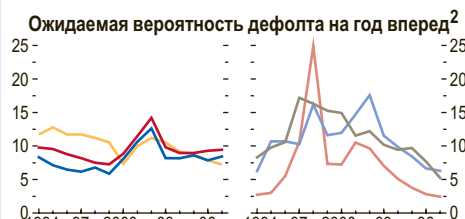
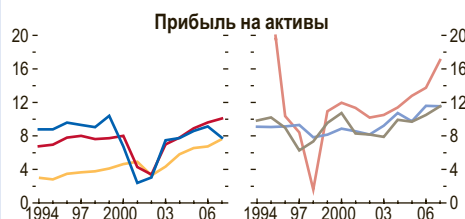
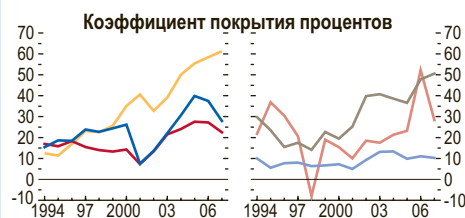
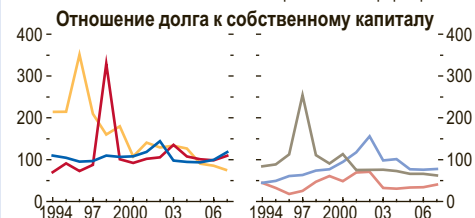
Другие балансовые показатели также улучшились в период, предшествующий кризису. В частности, пониженные уровни инвестиций и легкий доступ к кредиту способствовали повышению ликвидности корпораций (первый рисунок, вторая часть). Уровни рентабельности также были высокими, особенно в странах Европы с формирующимся рынком и в России (первый рисунок, третья часть).

Укрепление балансов подразумевало меньший риск неплатежеспособности в случае шоков, снижающих стоимость активов и собственного капитала. Показатели на основе данных учета сви-

Основными авторами настоящей вставки являются Дейл Грей и Наталия Тамириса. Содействие им оказывали Эржумен Тулун и Джесси Ян.

Отдельные балансовые показатели нефинансовых фирм¹

— Развитые страны Сев. и Южн. Америки
 — Развитые страны Европы
 — Развитые страны Азии
 — Страны Сев. и Южн. Америки с форм. рынком
 — Страны Европы с форм. рынком и Россия
 — Страны Азии с форм. рынком



Источники: Worldscope и расчеты персонала МВФ.

¹ В процентах. Региональные агрегаты рассчитываются путем взвешивания данных по странам с учетом рыночной капитализации, оцениваемой по рыночным обменным курсам. Внутри стран данные на уровне фирм также взвешиваются по рыночной капитализации, чтобы сосредоточить внимание на риске дефолта самых крупных и экономически значимых фирм.

² Уровни вероятности дефолта рассчитываются на основе так называемых «Z-показателей» – взвешенной суммы отношения оборотного капитала к совокупным активам, отношения нераспределенной прибыли к совокупным активам, прибыли до выплаты процентов и налогов, совокупных активов, отношения рыночной стоимости собственного капитала к совокупным активам и объема продаж к совокупным активам. Веса оцениваются для выборки фирм США (Altman, 1968).

Отдельные рыночные показатели нефинансовых фирм¹

— США — Восточная Азия и Китай
 — Япония — Страны Европы с форм. рынком и Россия
 — Зона евро — Латинская Америка
 — Южная Азия



Источники: база данных Moody's-KMV CreditEdgePlus и расчеты персонала МВФ.

¹В процентах. Данные относятся к 75-му перцентилю компаний, что означает, что 25 процентов компаний имеют принятую по умолчанию вероятность дефолта или уровень лeverиджа выше отраженных на графике значений. Вероятность дефолта в 75-ом перцентиле выделяет наиболее уязвимую группу компаний; обычно она существенно выше медианных значений вероятности дефолта. Лeverидж рассчитывается как барьер дефолта, деленный на рыночную стоимость активов.

детельствовали о том, что корпорации в странах с формирующимся рынком (в Азии, странах Европы с формирующимся рынком и России и Латинской Америке) имели намного меньшую вероятность дефолта в 2006 году, чем в 1996 году, накануне кризисов конца 1990-х годов (первый рисунок, нижняя часть). Благодаря успешной реорганизации и продолжительному периоду динамичного роста, вероятность дефолта фирм в странах

с формирующимся рынком снизилась до уровней в странах с развитой экономикой или даже ниже (в случае стран Европы с формирующимся рынком и России). Исходя из данных учета, вероятность дефолта фирм в странах с развитой экономикой была в целом такой же, как во время предыдущих кризисов, таких, например, как обвал активов интернет-компаний в начале 2000-х годов и японский финансовый кризис. Рыночные показатели вероятности дефолта и доли заемных средств рисуют в основном похожую картину (второй рисунок).

Со времени начала финансового кризиса балансы нефинансовых фирм по всему миру значительно ослабли. В Западной Европе и США в начале кризиса в 2007 году отношение долга к собственному капиталу повышалось параллельно падению стоимости активов. (Балансовые данные за 2008 год по большинству нефинансовых фирм еще отсутствуют.) Структура долга корпораций в странах с формирующимся рынком в целом более смещена в сторону краткосрочного долга. С приходом кризиса фирмы в странах с формирующимся рынком стали в большей степени использовать краткосрочный долг, особенно в странах Европы с формирующимся рынком и России, что, возможно, отражало предпочтения кредиторов, обеспокоенных потенциальной уязвимостью экономики региона. В течение первого года кризиса в результате ужесточения кредитных условий произошло снижение ликвидности и рентабельности в США и, в меньшей степени, в Западной Европе.

Более поздние рыночные показатели позволяют предположить, что риски платежеспособности корпораций резко увеличились по всему миру после краха Lehman Brothers в сентябре 2008 года. Из стран Группы трех (США, зона евро и Япония), фирмы США испытали наибольшее повышение вероятности дефолта, до уровней, более, чем вдвое выше, чем в зоне евро и в четыре раза выше, чем в Японии (второй рисунок, верхняя часть)¹. Тем не

¹Эти показатели вероятности дефолта рассчитываются при помощи метода условных требований с использованием информации фондового рынка в сочетании с балансовыми данными для оценки вероятности дефолта в перспективе. Оценки получают посредством модели Moody's-KMVCreditEdgePlus, которая представляет собой расширение исходной модели анализа условных требований, разработанной Робертом Мертоном, и применяется к 30 000 фирмам и 5 000 финансовым организациям в 55 странах. Модель дает опережающие показатели риска, которые ежедневно обновляются.

Вставка 1.2 (окончание)

менее, по состоянию на февраль 2009 года вероятность дефолта корпораций в США была ниже пиковых уровней, наблюдавшихся после краха интернет-компаний в начале 2000-х годов. В то же время, в Японии вероятность дефолта корпораций уже достигла уровней, наблюдавшихся во время предыдущих кризисов. В странах с формирующимся рынком вероятность дефолта корпораций также возросла с сентября 2008 года. Наибольшее повышение имело место в Южной Азии, возможно, из-за высокой доли заемных средств у индийских компаний (второй рисунок, нижняя часть), их тесных производственных связей с США, резкого падения курсов акций и снижения цен на недвижимость, которое ослабило позиции строительных фирм². Риск дефолта также резко возрос в странах Европы с формирующимся рынком и в России, приблизившись к пиковым уровням прошлых кризисов. Вместе с тем, в Латинской Америке и в Восточной Азии и Китае вероятность дефолта корпораций остается значительно ниже уровней, имевших место во время кризисов конца 1990-х годов.

Ожидается, что позиции нефинансовых фирм еще более ослабнут на фоне углубления финансового кризиса и глобальной рецессии. Многим нефинансовым фирмам в странах с развитой эконо-

²Более подробную информацию об уязвимости корпораций в Азии см. в докладе МВФ «Перспективы развития региональной экономики» по Азиатско-тихоокеанскому региону. См. также IMF (готовится к выпуску).

микой и странах с формирующимся рынком пока удается противостоять кризису, опираясь на свои крупные денежные резервы, но стремительное падение внешнего и внутреннего спроса за последнее время начало сказываться на денежных доходах корпораций. Фирмы, имеющие большой непогашенный внешний долг, в ряде случаев пострадали от снижения валютного курса. Усилились также ограничения доступа к финансированию, что проявляется в ужесточении условий внешнего финансирования, трудности получения торговых кредитов и все большей несклонности отечественных банков к риску. Более мелкие фирмы с худшим качеством кредита и фирмы с большими потребностями в пролонгации займов в 2009 году оказались в наиболее сложной ситуации.

Ослабление корпоративных балансов способствует снижению инвестиционной активности и, через увеличение необслуживаемых кредитов, ведет к ухудшению состояния банковских балансов. Такие негативные звенья обратной связи вызывают особое беспокойство в странах с формирующимся рынком, где финансовый сектор пока успешнее выдерживает кризис по сравнению со странами с развитой экономикой. Дефолты нефинансовых корпораций также представляют риск для финансовых рынков, поскольку крупномасштабные банкротства могут усилить контрагентские риски и вызвать вторичные последствия для банков других стран, как с развитой экономикой, так и с формирующимся рынком.

ником финансирования в странах Европы с формирующимся рынком, могут начать сокращать свои позиции, и коэффициенты пролонгации краткосрочных кредитов с наступающим сроком погашения могут резко снизиться, как произошло, например, во время азиатского кризиса. На сегодняшний день дочерние компании иностранных банков, действующие в странах Европы с формирующимся рынком, в основном сохраняют уровни своих позиций ввиду их долгосрочных деловых интересов в регионе, но ситуация может быстро измениться в случае ухудшения условий.

Внезапное прекращение притоков внешнего финансирования может иметь опасные последствия, поскольку проблемы ликвидности могут вскоре создать угрозу для платежеспособности, как слишком часто происходило в прошлом. Корпорации, которые ранее полагались на иностран-

ное финансирование, могут попытаться переключиться на рынки внутреннего финансирования, что усугубит трудности для более мелких отечественных предприятий. Быстрое снижение обменного курса усилило бы балансовые проблемы, особенно в случае заемщиков с крупными открытыми позициями в иностранной валюте. Страны, накопившие большие объемы валютных резервов и обладающие прочными балансами государственного сектора, имеют возможность использовать меры политики для смягчения этого воздействия, но есть опасность, что эти амортизаторы будут со временем ослаблены, если эти страны и впредь не будут иметь доступа к внешнему финансированию. В странах с формирующимся рынком в целом менее развиты правовые основы для реорганизации корпораций, что указывает на более высокую вероятность неплатежеспособности

и ликвидации организаций в результате нарастающих финансовых трудностей. При этом долговой дефолт нанес бы ущерб как внутренней финансовой системе, так и иностранным кредиторам. Уже сейчас банки стран с формирующимся рынком несут крупные убытки, которые могут еще больше возрасти. Банковские системы в Западной Европе, которые накопили значительные открытые позиции, также окажутся уязвимыми.

Оценка рисков дефляции

С лета 2008 года во многих странах обеспокоенность перспективой чрезмерного уровня инфляции вследствие перегрева экономики и стремительного роста цен на биржевые товары сменилась противоположным опасением относительно того, что дефляция цен может усугубить спад активности, как случилось в Японии в 1990-е годы и, в более обостренной форме, во время Великой депрессии 1930-х годов.

Резкое снижение цен на нефть и продовольствие в условиях увеличивающегося разрыва между фактическим и потенциальным объемом производства неизбежно приводит к быстрому снижению общего уровня инфляции. В четвертом квартале 2008 года потребительские цены в странах с развитой экономикой упали более чем на 4 процента в годовом исчислении. Показатели базовой инфляции и инфляционных ожиданий на 12 месяцев вперед все еще остаются в диапазоне 1–2 процента, за исключением Японии (см. рис. 1.3), но устойчиво высокие уровни избыточных мощностей в сочетании с резким снижением цен на жилье и акции угрожают дальнейшим снижением потребительских цен, которое со временем может привести к закреплению ожиданий дефляции цен. Такая ситуация будет иметь два отрицательных последствия. Во-первых, будет ограничена способность органов денежно-кредитного регулирования стимулировать экономику посредством низких ставок интервенции; более того, реальные процентные ставки могут повыситься по мере усиления дефляции, когда ставки интервенции упрутся в нулевой предел. Во-вторых, снижение цен означает увеличение реального долгового бремени для предприятий и населения, усиливая риск того, что ослабление активности и финансовый стресс вызовут массовые дефолты и новый виток отрицательного взаимодействия между реальной экономикой и финансовым сектором.

Насколько велики риски дефляции? Согласно базисным прогнозам, в первой половине 2009 года

12-месячный индекс инфляции потребительских цен опустится существенно ниже нуля как в Японии, так и в США, но в первой половине 2010 года вернется к положительным значениям в США и к уровню, близкому к нулю, в Японии. В Западной Европе, где энергоносители имеют меньший вес в потребительских корзинах, уровень инфляции достигнет низких отметок, но в большинстве случаев не станет отрицательным. В большинстве стран с формирующимся рынком, которые на момент начала кризиса имели значительно более высокие уровни инфляции и избыточный спрос, прогнозируется сохранение устойчиво положительной инфляции, хотя в некоторых странах Восточной Азии (включая Китай) в 2009 году прогнозируется низкая или даже отрицательная инфляция. Вместе с тем, имеются явные риски ухудшения показателей, особенно в случае менее высоких фактических темпов роста и увеличения разрыва между фактическим и потенциальным объемом производства. В недавних исследованиях персонала МВФ были сделаны выводы о том, что показатель рисков глобальной дефляции теперь существенно превысил уровни, наблюдавшиеся в 2002–2003 годах, когда возможность дефляции также вызывала обеспокоенность (Decressin and Laxton, 2009). Этот индекс не учитывает слабую активность на рынках жилья и весь спектр проблем на финансовых рынках, при том что оба этих фактора повышают риск дефляции.

Вставка 1.3 содержит более подробный анализ рисков дефляции в экономике «Группы трех» (США, зоны евро и Японии) с использованием инструмента стохастического прогнозирования, который учитывает нулевой нижний предел процентных ставок и был разработан персоналом МВФ для изучения рисков при отклонении от базисного сценария. Как показано во вставке, имеются значительные риски устойчивого очень низкого уровня инфляции (ниже ½ процента), умеренные риски дефляции в США и зоне евро и существенная вероятность углубления дефляции цен в Японии. Ожидается, что в каждой экономике ставки интервенции в течение длительного времени будут оставаться близкими к нулевому пределу, но в наиболее низкой части диапазона фактических результатов реальные ставки могут подвергнуться повышательному давлению по мере усиления дефляции. Такие результаты усилили бы негативную динамику, в связи с чем становится особенно настоятельной потребность в энергичных мерах денежно-кредитной политики для предотвращения таких рисков.

Вставка 1.3. Оценка рисков дефляции в странах Группы трех

Имитационные расчеты с использованием варианта Глобальной модели прогнозирования, включающей США, зону евро и Японию, проливают свет на риски дефляции в текущем прогнозе¹. В этих расчетах предполагается, что соответствующие центральные банки продолжают следовать цели в отношении инфляции, не меняя своего поведения, наблюдавшегося в течение прошлого десятилетия. В этой модели они изменяют свою ставку интервенции в соответствии с оценочным правилом денежно-кредитной политики, которое предусматривает отклик на отклонение между ожидаемым и желаемым уровнем инфляции и разрыв между фактическим и потенциальным объемом производства. Вместе с тем, это правило ограничивается нулевым нижним пределом процентных ставок (ННПП).

Прогнозы модели строятся в целом в соответствии с базисным сценарием «Перспектив развития мировой экономики» (ПРМЭ); так, в них отражены утвержденные в настоящее время меры бюджетной политики, включая пакет мер стимулирования, принятый в США в феврале 2009 года.

На рисунке показаны доверительные интервалы четырех переменных (ставки интервенции, инфляции, роста и уровня безработицы) в трех странах². Эти интервалы были получены при помощи стохастических имитаций, на основе оценки ретроспективных распределений всех случайных факторов в модели. Период прогноза на рисунке продолжается с I квартала 2009 года по IV квартал 2011 года.

Результаты по США показаны в первом столбце каждой части рисунка. Доверительные диапазоны указывают на высокую вероятность того, что ставка по федеральным фондам будет оставаться близкой к нулю в течение значительной части следующего двухлетнего периода, и низкую вероятность, что она превысит 2 процента за трехлетний прогнозный период. Инфляция в годовом исчислении очень резко снижается в начале 2009 года, до отрицательных величин, в основном в результате снижения цен на энергоносители. По мере стабилизации последних, уровень инфляции

вновь повышается, но медианный прогноз (в центре диапазонов) остается близким к нулю до конца 2010 года, и диапазоны указывают на сохранение существенного риска дефляции. Маловероятно, что в следующие два года инфляция достигнет приемлемого диапазона, установленного Федеральной резервной системой³.

В базисном сценарии темпы роста ВВП США в исчислении за четыре квартала достигнут нижней точки, около -3,0 процента, во II квартале 2009 года; положительный рост возобновится не раньше середины 2010 года. Безработица будет продолжать расти до конца 2010 года, поскольку рост занятости отстает от роста производства. При пиковом уровне безработицы доверительные диапазоны несколько шире в области над медианой, чем под медианой, из чего следует, что риски недостижения прогнозного уровня выше, чем риски превышения прогноза. Эта асимметричность отражает нелинейные характеристики; негативные шоки оказывают все более неблагоприятное воздействие, через обратную связь между реальным и финансовым секторами (например, снижение стоимости залога ведет к ужесточению условий кредитования) и через ННПП.

В зоне евро (второй столбец) в ближайший период отмечается значительно меньший риск дефляции, чем в США. В базисном сценарии инфляция снижается на значительно меньшую величину, но повышается медленнее.

В результате медианная траектория ставки интервенции Европейского центрального банка (ЕЦБ) не достигает в точности ННПП, но дольше остается на более низком уровне вследствие большей инерции в экономике. Вероятность выхода инфляции к концу 2010 года на уровень целевого показателя ЕЦБ, составляющий немного меньше 2 процентов, представляется довольно низкой. Динамика объема производства аналогична динамике в США; возврат к положительным темпам роста ожидается в III квартале 2010 года. Медианная траектория уровня безработицы достигает двузначных величин, и доверительный интервал также асимметричен, что отражает риски недостижения прогнозного уровня в базисном сценарии.

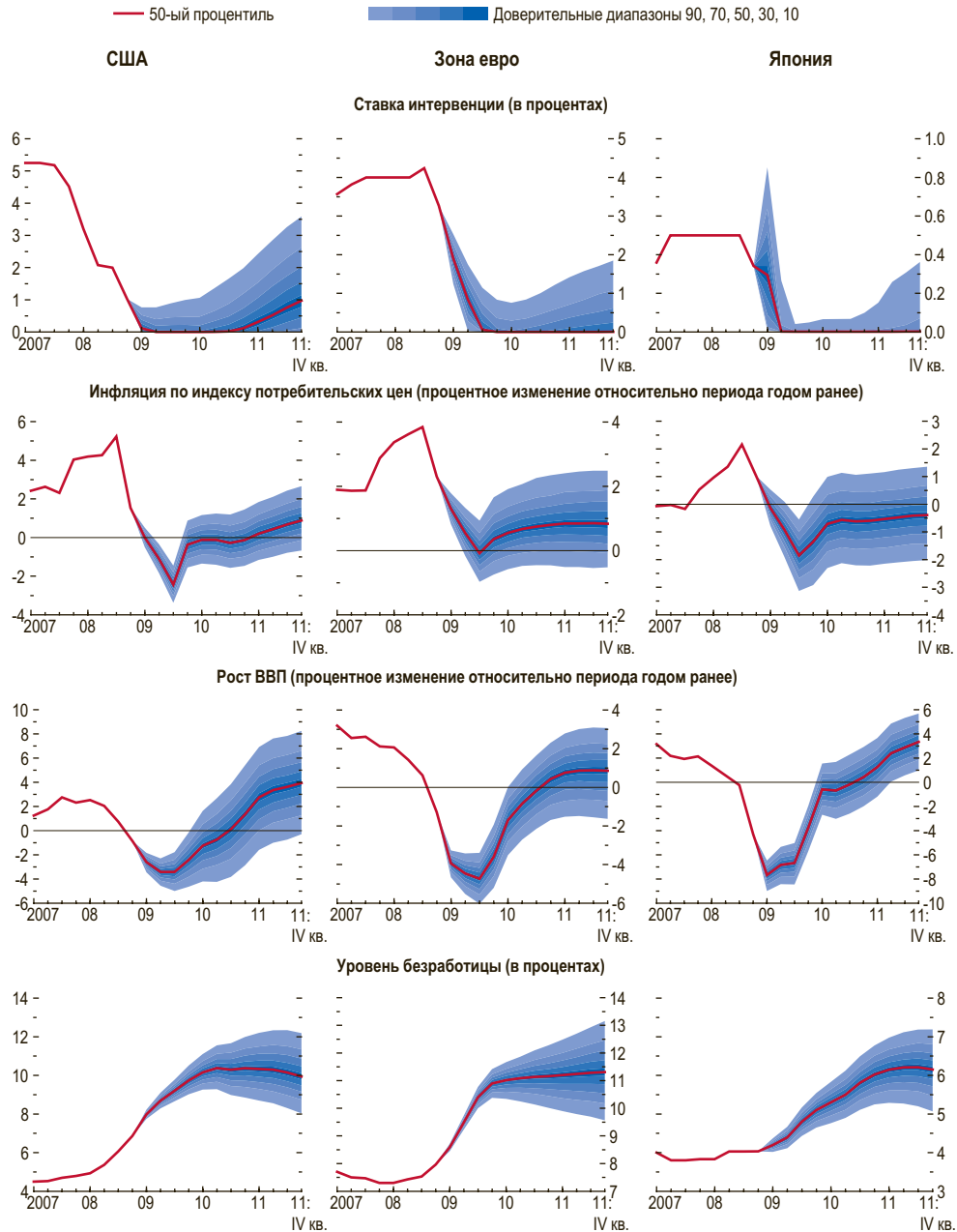
Основными авторами настоящей вставки являются Кевин Клинтон, Марианн Джонсон, Ондра Каменик и Даглас Лэкстон.

¹Настоящая вставка подготовлена на основе работы Clinton et al. (готовится к выпуску).

²Самый узкий интервал (показан самым темным оттенком) соответствует доверительному уровню 0,1; более широкие интервалы отражают, соответственно, уровни 0,30, 0,50, 0,70 и 0,90.

³Самый узкий интервал (показан самым темным оттенком) соответствует доверительному уровню 0,1; более широкие интервалы отражают, соответственно, уровни 0,30, 0,50, 0,70 и 0,90.

Доверительные диапазоны прогнозов экономики стран Группы трех¹



Источник: оценки персонала МВФ на основе Глобальной модели прогнозирования.
¹Clinton et al. (готовится к выпуску).

Вставка 1.3 (окончание)

В Японии исходные риски дефляции значительно выше, чем в США или зоне евро. Экономическая активность очень слаба, и, за исключением всплеска, связанного с ценами на энергоносители, в 2008 году, уровень инфляции многие годы не поднимался существенно выше нуля. В основном с учетом этих условий ставка интервенции сохраняется на нулевом уровне в течение всего периода прогноза. Медианная траектория инфляции остается отрицательной, даже после стабилизации цен на энергоносители, в течение 2010 и 2011 годов. Медианный уровень безработицы достигает максимума около 5½ процента, что является рекордно высокой отметкой для Японии.

Эти прогнозы весьма неутешительны и могут служить аргументом в пользу укрепления бюджетных стимулов, поскольку ННПП если и допускает дальнейшее снижение процентных ставок, то совсем в небольшой степени. Как оказалось, результа-

ты проведенных на модели имитаций общего повышения уровня бюджетного стимула (на величину, эквивалентную приблизительно 1 проценту ВВП в 2011 году) указывают на более низкую вероятность достижения ННПП, уровень инфляции, более близкий к целевому показателю, и снижение безработицы (см. Clinton et al., готовится к выпуску). Кроме того, увеличение бюджетного стимула снижает риски для перспектив безработицы, поскольку оно приводит к более узким и более симметричным доверительным диапазонам уровня безработицы⁴.

⁴В случае шоков дефляции результаты моделей часто не сходятся, что происходит и в настоящей модели при различных условиях. Например, очень низкий целевой показатель инфляции или большой вес фактической инфляции в процессе формирования ожиданий могут породить дефляционную спираль. Это не чисто технический вопрос: он указывает на реальный риск, что проблема дефляции может стать трудноразрешимой при отсутствии действенных стабилизирующих мер.

Суверенные заемщики испытывают стресс

Аналогично предприятиям, многие правительства как стран с развитой экономикой, так и стран с формирующимся рынком воспользовались быстрым ростом доходов в период бума 2003–2007 годов для укрепления своих финансов, сократив бюджетный дефицит и снизив уровни государственного долга (хотя и не достигли существенных сдвигов в решении более долгосрочных проблем государственных расходов, обусловленных демографическими факторами). Вместе с тем, вследствие совокупности факторов — ухудшения экономических перспектив, снижения цен на биржевые товары и острого финансового стресса — усилилась обеспокоенность относительно возможного резкого увеличения выпуска долговых обязательств, связанного как с ростом бюджетного дефицита (в результате мер стимулирования, а также циклических факторов), так и с использованием государственных ресурсов для поддержки финансового и корпоративного секторов.

На этом фоне в целом ряде стран резко подскочили спреды доходности и цены свопов кредитного дефолта по государственным ценным бумагам, в то время как доходность по долговым обязательствам, выпускаемым в основных странах,

таких как США, Германия и Япония, снизилась. В числе наиболее пострадавших из стран с развитой экономикой были страны с крупным и уязвимым банковским сектором, что было обусловлено чрезмерной долей заемных средств (например, в Исландии), риском по операциям в странах Европы с формирующимся рынком (Австрия) или риском корректировок на рынках жилья (Ирландия, Испания), хотя обеспокоенность относительно воздействия продолжительного спада на и без того слабые бюджетные позиции также сыграла свою роль (например, в Греции). Кроме того, ввиду значительных дифференциалов спреда по государственным облигациям в странах зоны евро, особенно остро встает вопрос о возможных действиях в случае утраты доступа какого-либо суверенного заемщика на рынок кредита. Из стран с формирующимся рынком в числе наиболее пострадавших были страны, испытывающие значительную потребность во внешнем финансировании (например, страны Европы с формирующимся рынком), страны с высоким риском стресса в финансовом и корпоративном секторах в результате корректировки кредитного бума (например, в Центральной Азии), и страны, подверженные риску увеличения бюджетного дефицита из-за падения доходов от биржевых товаров (например, некоторые страны Южной Америки).

До настоящего времени суверенным заемщикам удавалось избегать дефолта (за единственным исключением Эквадора). Вместе с тем, несомненно, существует риск распространения опасных последствий проблем задолженности в одной стране на другие страны с аналогичными характеристиками. Кроме того, ввиду усиливающейся обеспокоенности относительно суверенных заемщиков, переживающих финансовый стресс, становится труднее использовать налогово-бюджетную политику в качестве антициклического инструмента в ответ на ухудшение макроэкономических условий в краткосрочной перспективе, и большие опасения вызывает устойчивость долговой ситуации в более долгосрочной перспективе в случае, если спреды не уменьшатся. Особенно серьезный ущерб глобальной системе может нанести резкий спад интереса к более долгосрочным государственным облигациям США в условиях нарастающей озабоченности относительно динамики бюджета США. Такое развитие ситуации может вызвать резкое обесценение доллара, оказать сильное повышательное давление на другие валюты, рассматриваемые как безопасное вложение средств, и дать дополнительный толчок волатильности на финансовых рынках. Эти потенциальные проблемы подчеркивают важность работы над действенными среднесрочными планами бюджетной консолидации в США.

Анализ рисков снижения темпов роста

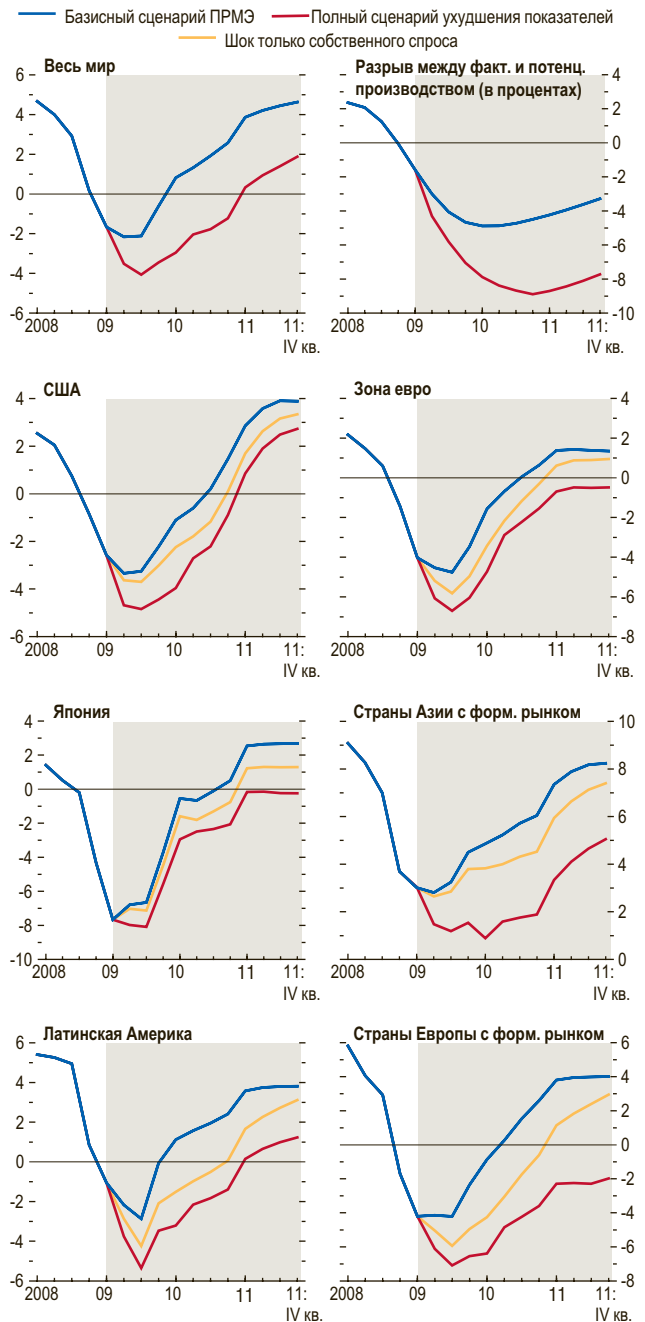
Чрезвычайно сложно оценить совокупность рисков снижения темпов роста в результате действия макрофинансовых связей по всем каналам, даже для одной страны, не говоря уже о мировой экономике, и эта задача намного превышает возможности любой отдельно взятой экономической модели. Однако очевидно, что эти риски весьма значительны, судя по тому, что макрофинансовые взаимосвязи уже привели к столь резкому снижению активности и усилению стресса с сентября прошлого года. Особую обеспокоенность вызывает сокращение возможностей для дальнейшей поддержки спроса посредством макроэкономической политики по мере ухудшения экономической ситуации: процентные ставки приближаются к нулевому пределу, растущая озабоченность относительно долгосрочной устойчивости бюджета затрудняет проведение налогово-бюджетной политики, а страховые резервы истощаются.

Сценарий снижения темпов роста в глобальной экономике схематически представлен на рис. 1.12, на основе простой глобальной макроэкономической модели, иллюстрирующей то, как при неэффективном проведении экономической политики новые

Рисунок 1.12. Сценарий ухудшения показателей

(Процентное изменение объема производства по сравнению с периодом годом ранее, если не указано иное)

В случае неэффективного проведения политики глобальная экономика окажется уязвимой для дальнейшего усиления негативных макрофинансовых обратных связей. Приводимый здесь сценарий ухудшения показателей, основанный на глобальной макроэкономической модели, представляет воздействие различных шоков спроса по отдельным регионам и показывает, как торговые связи дополнительно усилят общее влияние шоков на рост реального ВВП. См. дополнительную информацию в Приложении 1.3.



Источники: база данных ПРМЭ и расчеты модели.

шоки спроса, обусловленные макрофинансовыми взаимосвязями, могут распространяться через национальные границы, вызывая еще более глубокую и продолжительную глобальную рецессию. Этот сценарий в целом соответствует нижней границе 90-процентного доверительного интервала, показанного в веерной диаграмме на рис. 1.10. Хотя в модели эти связи прямо не представлены, шоки спроса могут включать более жесткие ограничения банковского кредита, снижение цен на активы и биржевые товары, более глубокие корректировки на рынках жилья и более серьезные неурядицы у корпораций⁴. Воздействие этих шоков рассматривается на глобальном уровне, хотя и с различной интенсивностью в различных регионах, в соответствии с изложенными в главе 4 выводами о том, что высокие уровни стресса быстро передаются от стран с развитой экономикой на страны с формирующимся рынком. Модель оценивает воздействие торговых связей, показывая, в частности, ущерб для производства в странах Азии с формирующимся рынком, где шок внутреннего спроса был относительно небольшим. Главный вывод этого сценария состоит в том, что текущий глобальный спад может продолжаться намного дольше, чем в обычном экономическом цикле. Как иллюстрирует этот сценарий, активность будет снижаться до конца 2010 года, прежде чем в 2011 году, наконец, начнется подъем. Потребуется много лет, чтобы сократить накопившийся за этот период значительный разрыв между фактическим и потенциальным производством, который к концу 2010 года может увеличиться до приблизительно 9 процентов на мировом уровне.

Среднесрочные перспективы в период после кризиса

Хотя точная продолжительность и острота происходящего глобального спада все еще далеко не ясны, уже можно попытаться заглянуть в будущее, чтобы оценить, как глобальная экономика и финансовая система выйдут из кризиса, и определить те силы, которые будут формировать новый ландшафт. Этот раздел посвящен предстоящему трудному переходу, соответствующему пятилетнему прогнозируемому периоду «Перспектив развития мировой экономики» (ПРМЭ), в течение которого необходимо будет устранить причиняемый сегодня ущерб, а мировая экономика должна будет приспособиться к новой реальности. То, как это произойдет, имеет принципиальное значение для возврата на путь

⁴Заложенные в этот сценарий шоки снижения темпов роста более подробно описаны в приложении 1.3.

устойчивого глобального роста, вместо многих лет посредственных результатов, и актуально для разработки и проведения политики с целью преодоления текущего кризиса. Хотя в первую очередь необходимо решить краткосрочные проблемы, будет трудно или невозможно добиться стабилизации без четкой ориентации политики на достижение более устойчивой глобальной экономики в будущем.

В настоящем разделе сначала рассматриваются действующие силы в четырех основных областях: глобальной финансовой системе и потоках капитала, государственных финансах, динамике частных сбережений и производительности. Затем приводится анализ возможного взаимодействия этих факторов в формировании глобальных экономических перспектив.

Процесс сокращения доли заемных средств будет продолжать сдерживать создание кредита и рост потоков капитала

Одна из главных задач состоит в восстановлении прочных финансовых систем, способных предоставлять кредиты, необходимые для инвестиций и роста, избегая при этом чрезмерного усиления риска, которое привело к текущему кризису. Очевидно, что финансовым системам предстоит длительный переходный период. После периода поддержки посредством крупномасштабного государственного вмешательства необходимо восстановить уровни частного капитала, сократить государственные гарантии и возросшие балансы центральных банков по мере возрождения уверенности и доверия в экономике. В то же время, теперь многие признают, что необходимо будет провести коренную реформу регулирования финансовых рынков и организаций, с тем чтобы расширить периметр регулирования и распространить надзор органов регулирования на все системно значимые организации и рынки, ввести более строгий контроль за леввериджем и содействовать более действенному управлению риском, применяя при этом макропруденциальный подход для смягчения проциклических эффектов. Кроме того, необходимо укрепить рыночную дисциплину путем повышения прозрачности и создания структур оплаты труда, в большей мере стимулирующих хорошие результаты. Конкретные пути достижения этих целей, в частности, установления надлежащего соотношения между рыночными стимулами для принятия риска и поддержания стабильности системы, в настоящее время являются предметом активных исследований и анализа⁵.

⁵См. анализ в апрельском выпуске ДГФС 2009 года, а также другие недавние исследования МВФ (2009a, 2009b, 2009c, 2009d, 2009f); Group of 30, 2009; и de Larosière Group, 2009.

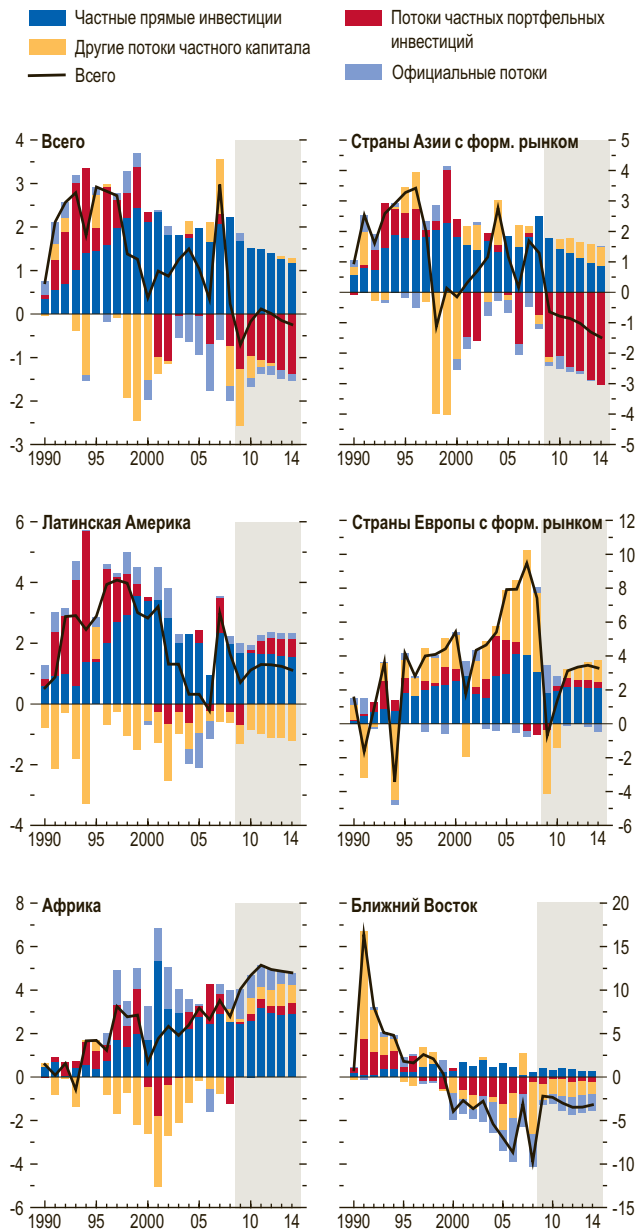
Независимо от частных, процесс восстановления капитала и доверия, сокращения левериджа и реконструкции организаций и рынков неизбежно потребует значительного времени, измеряемого годами, в течение которого доступ к кредиту, вероятно, будет оставаться весьма ограниченным. Прогнозы, представленные в апрельском выпуске ДГФС 2009 года, указывают на то, что темпы роста банковского кредитования в основных странах с развитой экономикой будут оставаться низкими до середины следующего десятилетия. Восстановление уровня секьюритизации также, возможно, будет происходить постепенно, поскольку потребуется пересмотреть структуру организаций и рынков и вернуть утраченное доверие. Ужесточение кредитной дисциплины и сокращение левериджа, вероятно, особенно существенно повлияют на доступ к кредиту и кредитные ставки для заемщиков с повышенным риском, как фирм, так и домашних хозяйств.

Эти изменения в глобальной финансовой системе будут иметь существенные последствия для международных потоков капитала по целому ряду аспектов. Более жесткие ограничения на долю левериджа и более выраженное предпочтение отечественных активов, скорее всего, будут и далее сдерживать совокупный рост валовых трансграничных потоков, после нескольких лет их быстрого роста. Кроме того, более жесткое управление риском и усиление ограничений на долю левериджа, в принципе, должны уменьшить существующую тенденцию, характеризующуюся резким увеличением потоков при возникновении краткосрочных возможностей, и привлечь больше внимания к проблемам долгосрочной уязвимости. В результате обоих этих сдвигов странам будет труднее финансировать очень большой дефицит счета текущих операций или поддерживать завышенные обменные курсы. В то же время, страны, которые успешно противостояли текущим штормам и избежали долговых дефолтов, к которым в прошлом приводило внезапное прекращение притоков капитала, вероятно, добьются большего доверия и будут располагать хорошими возможностями для привлечения капитала инвесторов, заинтересованных в эффективном соотношении риска и прибыли.

Прогнозируется, что в течение следующих пяти лет потоки капитала в страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны вновь наберут обороты после резкого снижения в 2009 году, но будут оставаться существенно ниже пиковых уровней, наблюдавшихся в 2007 и 2008 годах (рис. 1.13). Более того, ожидается, что совокупные чистые притоки будут близкими к нулю или отрицательными, поскольку

Рисунок 1.13. Чистые потоки капитала в страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны (В процентах ВВП)

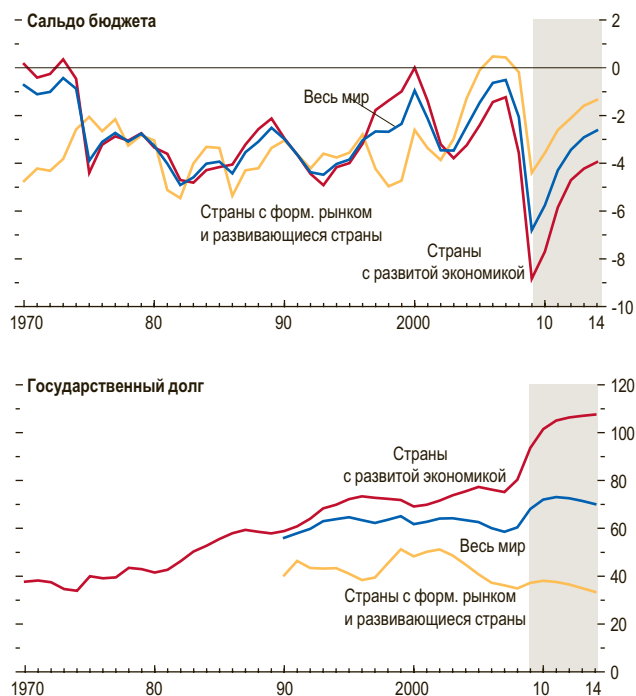
По прогнозу, чистые потоки капитала в страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны в течение многих лет будут оставаться на пониженном уровне вследствие продолжающегося процесса сокращения доли заемных средств. Ожидается, что страны Азии с формирующимся рынком и страны Ближнего Востока будут испытывать значительные оттоки капитала, связанные с инвестированием профицита счетов операций с капиталом, тогда как в других регионах в целом ожидаются значительно более низкие уровни притока капитала, чем в последние годы.



Источник: база данных ПРМЭ.

Рисунок 1.14. Сальдо бюджета сектора государственного управления и государственный долг (В процентах ВВП)

Бюджетная консолидация будет одной из главных задач в период восстановления глобальной экономики после текущего кризиса. Ожидается, что государственный долг будет продолжать расти, несмотря на сокращение дефицита.



Источник: прогнозы базы данных ПРМЭ.

страны Азии и Ближнего Востока будут экспортёрами капитала ввиду инвестирования профицита счета текущих операций в других странах, как с формирующимся, так и с развитым рынком. Ожидается, что потоки в страны Европы с формирующимся рынком и СНГ сократятся более чем вдвое по сравнению с уровнями, наблюдавшимися в последние годы, ввиду уязвимости, присущей крупномасштабному банковскому и портфельному финансированию дефицита счета текущих операций. Чистые потоки в страны Латинской Америки и Африки будут зависеть в основном от прямых иностранных инвестиций⁶.

Пути к бюджетной консолидации

Аналогично финансовым системам, государственные финансы в течение следующих пяти лет ожидает трудный переходный период. Необходимо провести корректировку бюджетного дефицита после его резкого увеличения в 2009 году, чтобы вернуть государственные финансы на устойчивую траекторию, особенно учитывая предстоящее демографическое давление на бюджетные расходы.

Достижимые темпы бюджетной консолидации будут во многом зависеть от того, в какой степени удастся восстановить темпы экономического роста в 2010 году и последующий период. Уровень бюджетного дефицита неизбежно останется высоким в 2010 году ввиду продолжающейся бюджетной поддержки с целью сохранения все еще хрупкого экономического равновесия, но впоследствии возврат к более самостоятельному экономическому росту послужит основой для планомерного изъятия стимула. Улучшение циклических условий и повышение цен активов также должны способствовать укреплению бюджетных счетов.

Даже с учетом ожидаемой консолидации, бюджетные перспективы в странах с развитой экономикой вызывают серьезную озабоченность, особенно ввиду ожидаемых проблем, обусловленных старением населения. Согласно базисным прогнозам, бюджетный дефицит в этих странах вернется к уровню 4 процента к 2014 году. Но даже при этом государственный долг значительно возрастет, с примерно 75 процентов ВВП в 2008 году до почти 110 процентов к 2014 году (рис. 1.14). Кроме того, имеются множественные риски недостижения прогнозируе-

⁶Вместе с тем, валовые потоки портфельных инвестиций и потоки, связанные с банками, вероятно, возрастут более значительно, чем чистые потоки, поскольку инвесторы в странах с формирующимся рынком будут размещать средства за рубежом.

мых уровней в результате: длительного периода более медленного роста (что потребует увеличения бюджетного стимула) и циклических эффектов; возможного увеличения издержек на оказание бюджетной поддержки финансовому сектору (связанных с новыми операциями и возможным недополучением прибыли от управления приобретенными активами и их продажи); возможной потребности в государственной поддержке пенсионных систем, понесших убытки от недавнего снижения цен активов; повышения реальных процентных ставок по государственному долгу вследствие ухудшения бюджетных перспектив, особенно если дефляция примет хронический характер. Как показывает недавнее исследование МВФ, совокупное воздействие таких факторов может повысить суммарное отношение государственного долга к ВВП в странах с развитой экономикой, входящих в Группу 20-ти, до 140 процентов к 2014 году (IMF, 2009e).

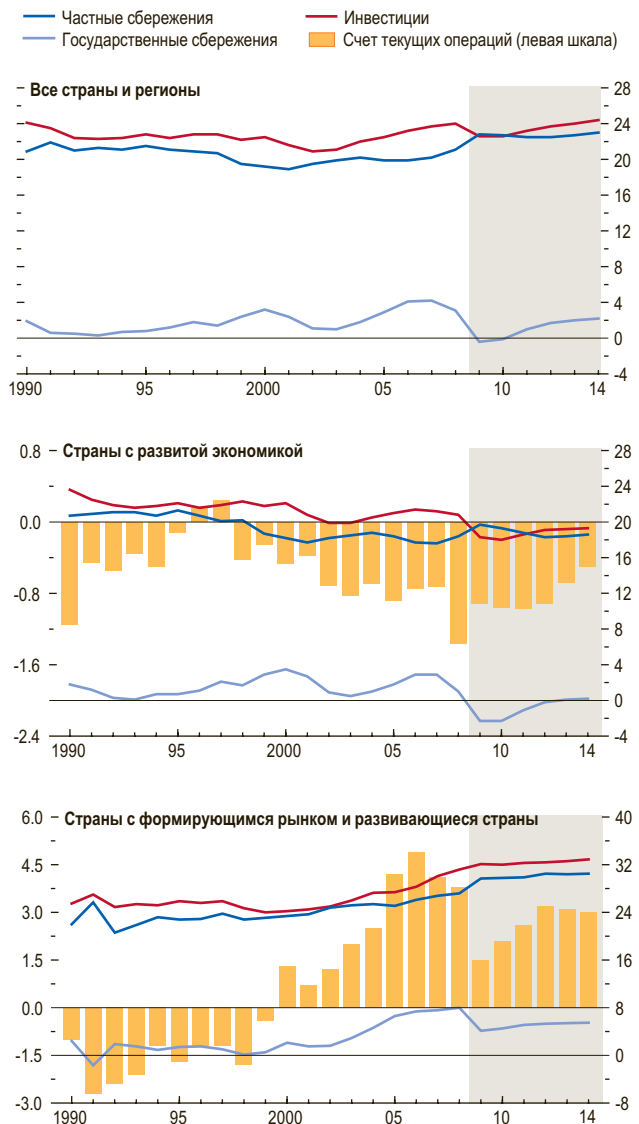
В целом представляется, что бюджетные перспективы и риски в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах несколько более благоприятны, но отдельные страны могут столкнуться с резким ухудшением бюджетного тренда, особенно если реализуются риски снижения темпов роста. К числу наиболее уязвимых относятся страны, которые не предотвратили взрывной рост государственного долга в результате оказания экстренной помощи финансовому сектору и корпорациям в условиях кризиса, и страны, которые допустили разбухание государственных расходов в годы с высоким уровнем доходов (часто вследствие стремительного роста цен на биржевые товары) и не ограничили повышение расходов с учетом не столь благоприятных перспектив цен на биржевые товары. С другой стороны, в некоторых странах стремление восстановить резервы, позволяющие использовать меры политики для защиты от будущих глобальных шоков, может быть дополнительным фактором, способствующим проведению осмотрительной налогово-бюджетной политики.

Проблемы и ответные меры частного сектора

Переходя от вопросов государственного сектора к частному сектору, можно отметить, что глобальную экономику ожидает длительный период роста частных сбережений в странах с развитой экономикой. Как анализируется во вставке 2.1, домашние хозяйства понесли тяжелые потери от резкого обесценения финансовых активов и, в ряде стран, от снижения стоимости активов в форме жилья. Кроме того, более жесткие ограничения доступа

Рисунок 1.15. Глобальные сбережения, инвестиции и счета текущих операций
(В процентах мирового ВВП)

Частные сбережения, вероятно, будут оставаться на повышенном уровне в предстоящие годы, поскольку домашние хозяйства в странах с развитой экономикой будут восстанавливать свои финансы, а страны с формирующимся рынком будут адаптироваться к ухудшению перспектив притока капитала.



Источник: прогнозы базы данных ПРМЭ.

к кредиту и соотношения между заемными и собственными средствами и обеспокоенность относительно высокого уровня безработицы, вероятно, будут еще некоторое время сдерживать рост потребления. Хотя после недавнего скачка уровень страховых сбережений, вероятно, упадет, когда глобальная экономическая ситуация станет более стабильной, все еще прогнозируется, что уровни частных сбережений будут оставаться значительно более высокими, чем в прошлом десятилетии, прежде всего в таких странах, как Соединенное Королевство и США, где домашние хозяйства ранее больше полагались на накопление богатства за счет прироста стоимости капитала, чем на чистые сбережения из доходов (рис. 1.15). Сбережения корпораций также, вероятно, возрастут в результате стремления фирм восстановить свои балансы после сильного спада, и ограничения на привлечение заимствований означают, что нераспределенная прибыль, вероятно, будет главным источником финансирования инвестиций.

В странах с формирующимся рынком ожидается, что ужесточение финансовых ограничений будет сдерживать рост инвестиций и сближение уровней дохода. Это наиболее явно относится к странам Европы с формирующимся рынком, которые ранее финансировали растущие инвестиции за счет крупных притоков иностранных сбережений. Более умеренные перспективы цен на биржевые товары и ограниченные возможности для финансирования также могут привести к урезанию инвестиционных планов в странах-экспортерах нефти и других странах, богатых сырьевыми ресурсами (см. вставку 1.5 в Приложении 1.1).

Один из основных вопросов состоит в том, смогут ли страны компенсировать ограниченные возможности для роста инвестиций за счет большей эффективности инвестиций (или ускорения роста совокупной факторной производительности), чтобы поддержать потенциальные темпы роста. Это в некоторой степени произошло после азиатского кризиса, когда страны Восточной Азии смогли добиться динамичного роста, несмотря на снижение уровней инвестиций (см. главу 3 в сентябрьском выпуске «Перспектив развития мировой экономики» 2006 года). Однако в предстоящие годы эта проблема, вероятно, встанет более остро, поскольку рост, скорее всего, будет в большей степени сконцентрирован в секторах, ориентированных на внутренний спрос, где, как ожидается, производительность будет расти медленнее, чем в экспортных секторах, тесно связанных с обрабатывающей промышленностью. Успешное возобновление кредитования на основе

рыночной дисциплины является необходимым условием для обеспечения рационального распределения ресурсов: опора на финансирование за счет нераспределенной прибыли, вероятно, означала бы менее эффективное распределение инвестиций. Рост производительности будет также зависеть от последовательного проведения реформ рынков продукции и труда и дальнейшей интеграции стран в систему глобальных рынков. И наоборот, любая тенденция к усилению протекционизма в торговле или финансах будет иметь отрицательные последствия.

Альтернативные траектории зависят от выбора направлений политики

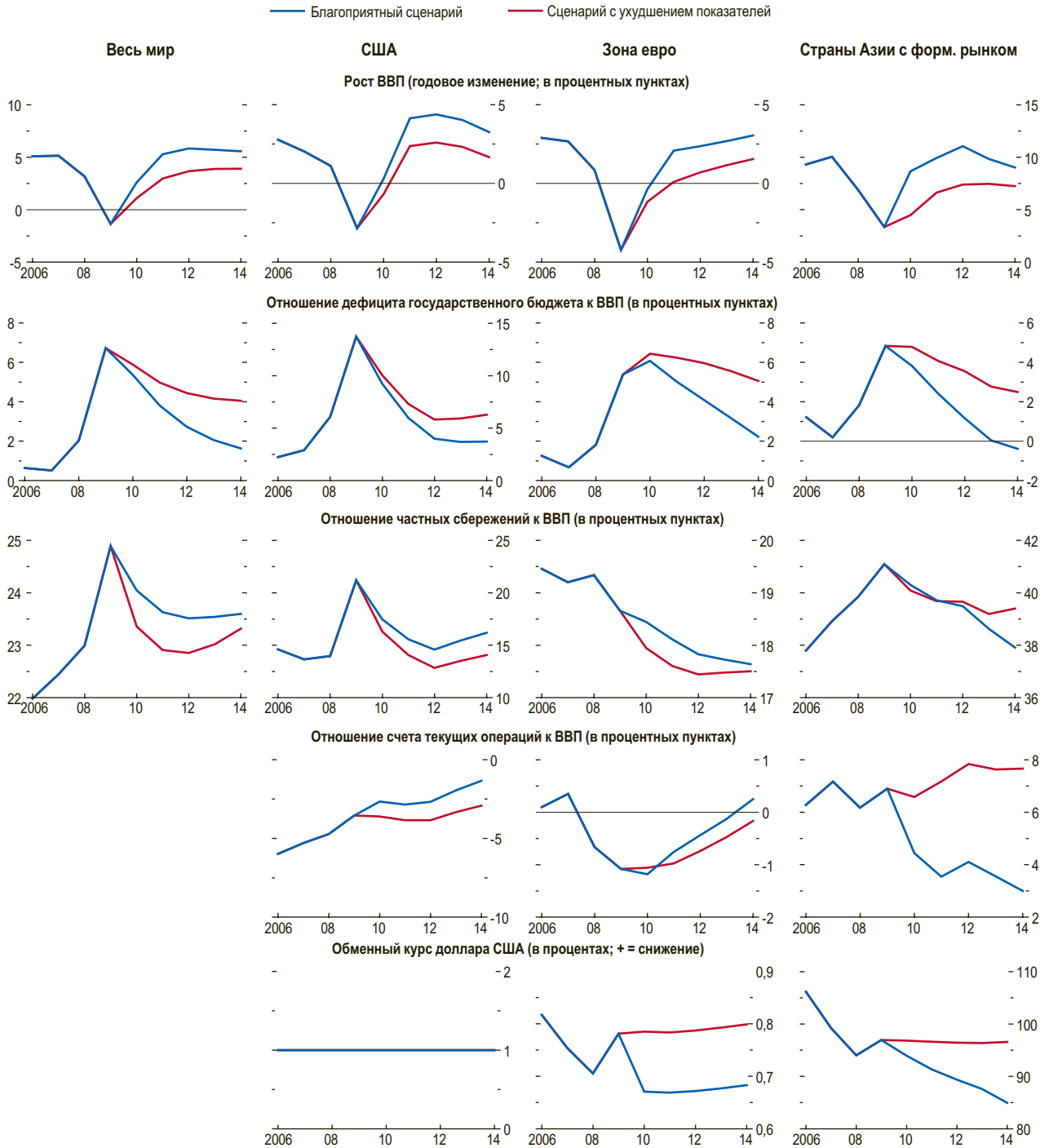
С учетом действия этих различных сил перед глобальной экономикой встанет задача по поддержанию совокупного спроса, чтобы задействовать избыточные мощности, избегая при этом возврата к завышенным ценам активов. Более ограниченный спрос на глобальные сбережения со стороны стран, которые ранее имели значительный внешний дефицит (вследствие бума потребления за счет роста цен на рынках жилья в странах с развитой экономикой или за счет роста цен на биржевые товары или притока капитала в странах с формирующимся рынком), может оказывать понижающее давление на мировые реальные процентные ставки. Эта тенденция может усилиться в результате стремления стран пополнить резервы, проводя жесткую макроэкономическую политику, или получить конкурентное преимущество, ограничив повышение обменного курса. В то же время могут возникнуть противодействующие тенденции, если из-за медленного проведения бюджетной консолидации будут сохраняться высокие уровни государственного заимствования, если быстро растущая экономика стран Азии, которая составляет все большую долю в глобальном ВВП, сможет плавно переключиться с внешних на внутренние источники спроса за счет устойчивого прироста потребления, и если страны с развитой экономикой смогут восстановить потенциал финансовой системы по предоставлению кредита и добиться прогресса в проведении масштабных реформ с целью поддержания роста производительности.

Альтернативные траектории глобальной экономики проиллюстрированы на рис. 1.16 на основе данных разработанной сотрудниками МВФ глобальной интегрированной денежно-кредитной и налогово-бюджетной модели. Имитационные расчеты показывают благоприятный сценарий и сценарий с ухудшением ситуации. В благоприятном сценарии меры политики способствуют успешно-

Рисунок 1.16. Альтернативные среднесрочные сценарии

(Все переменные отражают уровни; на оси x показаны годы)

Альтернативные сценарии глобальной экономики на основе Глобальной интегрированной денежно-кредитной и финансовой модели (ГИДФ) показывают, как благоприятные меры политики способствовали бы более энергичному и более сбалансированному мировому росту.



Источник: имитационные расчеты ГИДФ.

Вставка 1.4. Глобальные дисбалансы и финансовый кризис

Сейчас, когда разработчики политики начинают размышлять о причинах и уроках финансово-го кризиса, вновь стала актуальной тема глобальных дисбалансов счета текущих операций:

- В какой степени финансовый кризис был обусловлен глобальными внешними дисбалансами?
- Изменил ли кризис перспективы глобальных дисбалансов?
- Остаются ли глобальные дисбалансы серьезной проблемой?

Эти вопросы рассматриваются в настоящей вставке. В ней делается вывод, что хотя глобальные дисбалансы, возможно, были одним из факторов, вызвавших нарастание макроэкономических и финансовых диспропорций, которые привели к кризису, кризис в основном был вызван недостатками управления рисками в крупных организациях, составлявших ядро глобальной финансовой системы, наряду с упущениями финансового регулирования и надзора. Вопреки ранее выражавшимся опасениям, неупорядоченный уход от долларовых активов пока не стал одной из составляющих кризиса. В дальнейшем прогнозируется, что дисбалансы уменьшатся, но будут оставаться поводом для беспокойства в экономической политике.

Истоки дисбалансов

Выражение «глобальные дисбалансы» обозначает совокупность дефицитов и профицитов счета текущих операций, которые накапливались в мировой экономике с конца 1990-х годов. В США и некоторых других странах (Соединенное Королевство, Южная Европа, включая Грецию, Испанию, Италию и Португалию, и Центральная и Восточная Европа) возникли значительные дефициты, а в других странах крупные профициты (в частности, в Китае, Японии, других странах Восточной Азии, Германии и странах-экспортерах нефти)¹. Выдвигались различные объяснения этого нарастания дисбалансов:

- Некоторые авторы особо выделяют факторы макроэкономической политики: «избыток гло-

бальных сбережений» в результате сокращения инвестиций и резкого увеличения сбережений странами Азии после азиатского кризиса (Bernanke, 2005); повышение уровня бюджетного дефицита США и сокращение сбережений населения в США (см. главу 3 апрельского выпуска «Перспектив развития мировой экономики» 2005 года); модель развития стран Азии с формирующимся рынком на основе экспорта, опирающаяся на заниженные обменные курсы и накопление резервов (Dooley, Folkerts-Landau, and Garber, 2004).

- Другие объяснения были связаны с долгосрочными структурными факторами. В частности, привлекательность финансовых активов США ввиду представлений об их высокой ликвидности и развитой системе защиты инвесторов порождала устойчивый спрос на эти активы (Blanchard, Giavazzi, and Sa, 2005; Caballero, Farhi, and Gourinchas, 2008; и Cooper, 2008).

Многие авторы выражали обеспокоенность тем, что дальнейшее нарастание дисбалансов означает экономически неприемлемое накопление внешних требований к странам, имеющим дефицит, особенно США, и со временем возникнет необходимость урегулировать эти требования посредством значительного снижения курса доллара, которое, возможно, будет носить неупорядоченный характер (глава 3 апрельского выпуска «Перспектив развития мировой экономики» 2005 года и Obstfeld and Rogoff, 2005, 2007). В 2006–2007 годах правительства основных стран договорились осуществить широкомасштабные меры по перераспределению структуры глобального спроса с целью снижения этих рисков в рамках многосторонних консультаций, координируемых МВФ (IMF, 2007)². Вместе с тем, другие наблюдатели оценивали ситуацию более оптимистично, подчеркивая, что дисбалансы могут быть совместимы с устойчивостью экономики при условии сохранения поддерживающих структурных факторов.

Основными авторами настоящей вставки являются Чарльз Коллинз и Наталия Тамириса, при участии Джан-Мария Милези-Ферретти и при поддержке Эржумена Тулуна.

¹Дисбалансы счета текущих операций получили более широкое распространение в мире за последние четыре десятилетия, что говорит о том, что страны в целом имели более высокие уровни дефицита и профицита (Faruqee and Lee, 2008).

²США – принять меры по повышению уровня национальных сбережений, включая бюджетную консолидацию; Европа и Япония – провести способствующие росту структурные реформы, направленные на стимулирование внутреннего спроса; страны Азии с формирующимся рынком – стимулировать внутренний спрос и допустить укрепление валют; Саудовская Аравия – стимулировать внутренний спрос путем увеличения бюджетных расходов с учетом емкости рынка и соображений макроэкономической стабильности (IMF, 2007).

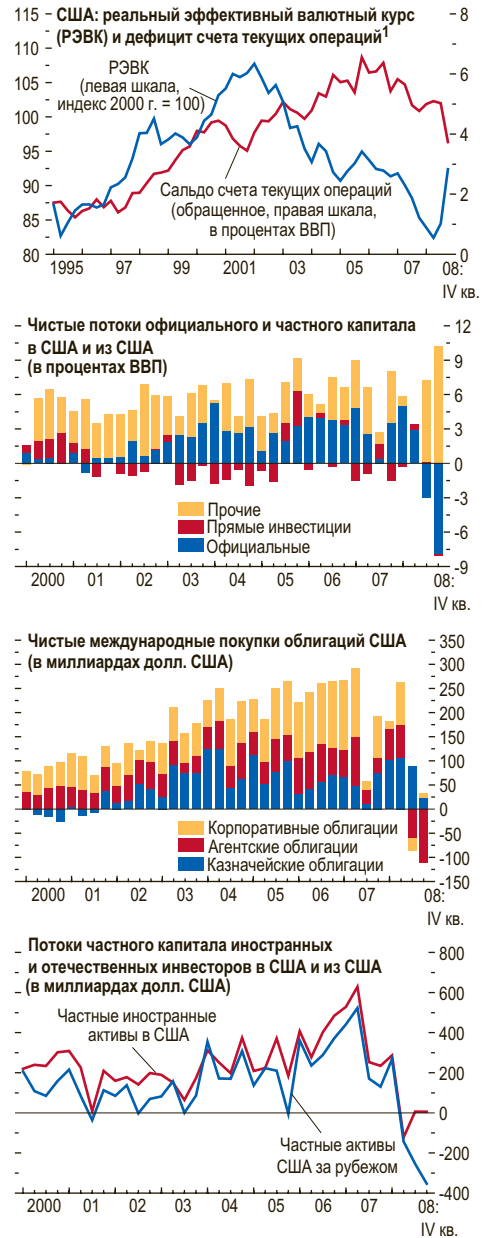
Дисбалансы и кризис

Некоторые предсказания относительно корректировки глобальных дисбалансов сбылись на ранних этапах финансового кризиса. Еще до кризиса дефицит счета текущих операций США (без учета нефти) начал уменьшаться в результате предшествующего ослабления доллара и замедления роста экономики США относительно их торговых партнеров (Milesi-Ferretti, 2008). Крах рынка первоклассных ипотечных кредитов США в августе 2007 года и дальнейшее снижение активности в экономике США, обусловленное корректировкой на рынке жилья, ускорили корректировку нефтегазового торгового баланса США, хотя повышение цен на нефть оказывало давление на нефтяное сальдо. Между тем, шоки, потрясшие рынки первоклассных ипотек и обеспеченных ипотекой ценных бумаг США, дополнительно ослабили доллар, примерно на 8½ процента в реальном эффективном выражении за период с июня 2007 года по июль 2008 года (первый рисунок, верхняя часть). Тем не менее, сценарий, которого некоторые опасались, — широкомасштабное бегство от активов США и внезапное падение курса доллара — не стал реальностью, отчасти из-за того, что бегство от риска на фоне усиливающихся глобальных финансовых потрясений вызвало всплеск спроса на государственные ценные бумаги США. Доллар вновь существенно укрепился с сентября 2008 года, по мере того как углубляющийся кризис все шире распространялся на другие страны.

Таким образом, смена направления притоков капитала в США и снижение курса доллара явно не были тем толчком, который вызвал текущий глобальный кризис. Этот шок скорее был связан с пересмотром чрезмерно оптимистичной оценки рисков по первоклассным кредитам и другим обеспеченным ипотекой активам США, который привел к повсеместному снижению склонности к риску, потерям финансового капитала и сокращению доли заемных средств. Неудивительно, что последствия этого огромного финансового шока также отличались от последствий валютного кризиса.

Действительно, структура авуаров активов США в балансах секторов стран была одним из определяющих факторов в распространении кризиса на другие страны. Авуары «токсичных» активов США за рубежом были сконцентрированы в финансовых организациях с очень высокой долей заемных средств в странах с развитой экономикой, таких как Германия, Соединенное Коро-

Дефицит счета текущих операций США и его финансирование



Источники: Haver Analytics, U.S. Treasury и расчеты персонала МВФ.
¹На основе индекса потребительских цен.

Вставка 1.4 (продолжение)



левство, Франция и Швейцария (US Treasury and Federal Reserve System, 2008). Когда стоимость этих активов снизилась после начала кризиса, это сказалось на состоянии финансовых секторов этих стран, хотя они могли и не иметь значительных дисбалансов по счету текущих операций.

С учетом накопленного опыта в настоящее время формируется более взвешенный подход к оценке роли глобальных дисбалансов в повышении системных рисков накануне кризиса (IMF, 2009а). Глобальные дисбалансы были неотъемлемой частью мировой ситуации, характеризовавшейся низкими процентными ставками и большими притоками капитала в банки США и Европы, что в свою очередь стимулировало повышение левериджа, погоню за доходностью, создание более рискованных активов и вздутые цены на жилье в США и некоторых других странах с развитой экономикой (второй рисунок)³. Однако

³ В работе Caballero and Krishnamurthy (2008) разработана модель, связывающая повышение спроса на активы США с увеличением левериджа и секьюритизации в финансовой системе США. В реальной практике эта связь была более сложной: официальные инвесторы из стран с формирующимся рынком в основном покупали агентские долговые обязательства, тогда как частные инвесторы из стран с развитой экономикой приобрета-

важнейшую роль в текущем кризисе сыграли провал системы управления риском в финансовых организациях и недостатки финансового надзора и регулирования.

Так или иначе, финансовый кризис ускорил корректировку дисбалансов глобального счета текущих операций. Три аспекта играют ключевую роль в этом процессе:

- прирост частных сбережений в результате устранения «пузырей» на рынках жилья и кредита в США, который частично компенсируется снижением уровня государственных сбережений;
- ужесточение глобальных кредитных условий вследствие сокращения доли заемных средств в финансовых секторах, особенно в США, отчасти компенсируемое смягчением денежно-кредитной политики, предоставлением ликвидности и мерами экстренной поддержки банков;
- улучшение условий торговли благодаря снижению цен на нефть (для стран-импортеров нефти) с противоположными последствиями для стран-экспортеров нефти.

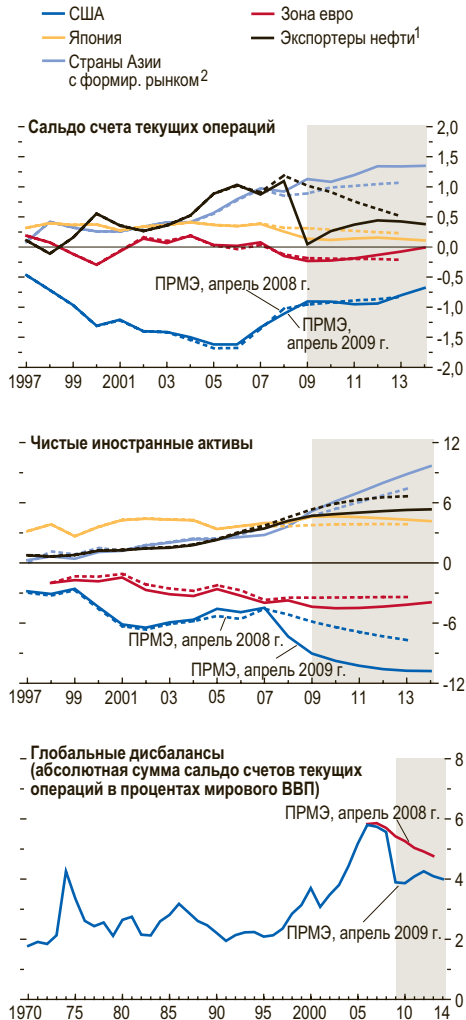
С учетом этих факторов, в докладе «Перспективы развития мировой экономики» (ПРМЭ) прогнозируется резкое снижение сводного показателя глобальных дисбалансов с 5¼ процента мирового ВВП в 2007 году до примерно 4 процентов в 2009 году, главным образом вследствие уменьшения дисбалансов счета текущих операций в США, странах-экспортерах нефти и, в меньшей степени, в Японии (третий рисунок, нижняя часть)⁴. В частности, ожидается снижение дефицита счета текущих операций США с максимального уровня 6 процентов ВВП в 2006 году до приблизительно 3¼ процента ВВП в 2009 году (третий рисунок, верхняя часть). В других странах счета текущих операций также претерпевают резкое сокращение; спад кредитования после периода кредитного бума приводит к значительному дефициту (например, в Южной Европе и Соединенном Королевстве среди стран с развитой экономикой и в Центральной и Восточной Европе в числе стран с формирующимся рынком).

Резкое снижение цен финансовых активов вследствие кризиса оказало сильное влияние на чи-

ли обеспеченные ипотекой ценные бумаги, которые не были подкреплены гарантиями предприятий, спонсируемых государством.

⁴ Сводный показатель определяется как абсолютная сумма дисбалансов счета текущих операций в процентах мирового ВВП.

Сальдо счетов текущих операций и чистые иностранные активы
(В процентах мирового ВВП)



Источники: Lane and Milesi-Ferretti (2006) и оценки персонала МВФ.

¹Азербайджан, Алжир, Ангола, Бахрейн, Венесуэла, Габон, Исламская Республика Иран, Катар, Кувейт, Ливия, Нигерия, Норвегия, Объединенные Арабские Эмираты, Оман, Республика Йемен, Республика Конго, Россия, Саудовская Аравия, Сирийская Арабская Республика, Туркменистан, Эквадор, Экваториальная Гвинея.

²Индонезия, Китай, Корея, Малайзия, САР Гонконг, Сингапур, Таиланд, Тайвань, провинция Китая, Филиппины.

стые внешние позиции стран (Milesi-Ferretti, 2009). В частности, чистая внешняя позиция США, по прогнозу, ухудшится с примерно 4½ процента мирового ВВП в 2007 году до приблизительно 9 процентов мирового ВВП в 2009 году (третий рисунок, средняя часть). Значительную часть уже происшедшего ухудшения составляют потери от снижения стоимости, в основном по иностранным акциям, а остальную часть – финансирование дефицита счета текущих операций США. К странам, внешние позиции которых соответственно улучшились, относятся зона евро и страны с формирующимся рынком (например, Бразилия, Россия, Индия и Китай). Ввиду значительной доли акционерного капитала, принадлежащей иностранным инвесторам в этих странах, обвал внутренних фондовых рынков привел к существенному снижению стоимости обязательств резидентов перед иностранцами.

Структура финансирования дефицита счета текущих операций США также изменилась в результате кризиса. С начала кризиса по третий квартал 2008 года преобладали официальные покупки, тогда как частные притоки резко сократились (первый рисунок, вторая часть). Однако во второй половине года чистые официальные потоки в США уменьшились, в основном в результате использования временных своповых кредитных линий между Федеральной резервной системой США и иностранными центральными банками, а частные притоки возросли вследствие репатриации капитала из-за границы резидентами США. С сентября 2008 года иностранцы сокращают свои авуары агентских облигаций США (первый рисунок, третья часть). Уровень покупок казначейских облигаций США оставался высоким до конца третьего квартала 2008 года, когда иностранцы начали переключаться с покупки казначейских облигаций США на приобретение казначейских векселей США, отчасти ввиду увеличения их выпуска. Этот тренд продолжался до конца года. В целом, однако, уровни потоков частного капитала упали в период кризиса, что свидетельствует о резком усилении предпочтения отечественных активов, то есть доли частных сбережений, инвестируемых внутри страны, а не за рубежом (первый рисунок, нижняя часть).

Перспективы дисбалансов в период после кризиса

Изменения дисбалансов в предстоящие годы будут в решающей степени зависеть от того, как меры по преодолению кризиса и последующие реформы скажутся на долгосрочной динамике сбережений и

Вставка 1.4 (окончание)

инвестиций частного и государственного секторов. Согласно текущим базисным прогнозам ПРМЭ, глобальные дисбалансы стабилизируются в среднесрочной перспективе, и сводный показатель дисбалансов установится на уровне около 4 процентов мирового ВВП (третий рисунок, нижняя часть). Ожидается, что дефицит счета текущих операций США будет оставаться в целом стабильным на уровне около $3\frac{1}{4}$ процента ВВП в течение 2010–2011 годов благодаря воздействию антикризисного бюджетного стимула, а затем возобновится его убывающий тренд, до $2\frac{1}{4}$ процента ВВП к 2014 году (третий рисунок, верхняя часть). Вместе с тем, прогнозируются дальнейшее постепенное увеличение профицита в среднесрочной перспективе в странах Азии и частичная корректировка обусловленного кризисом снижения профицита в странах-экспортерах нефти. Чистая внешняя позиция США также будет и впредь ухудшаться, поскольку США продолжают испытывать значительную потребность во внешних заимствованиях (третий рисунок, средняя часть).

Таким образом, глобальные дисбалансы все еще вызывают беспокойство. Финансирование дефи-

цита счетов текущих операций, особенно в США, возможно, будет оставаться трудной задачей в предстоящие годы. Если активы США станут менее привлекательными, например, из-за того, что у иностранцев возникнут опасения, что возросшая потребность государства в финансировании приведет к повышению доходности долгосрочных облигаций США, иностранные инвесторы могут сократить свои позиции по активам США, что вызовет резкое снижение курса доллара. Другая возможность, тесно связанная со структурными причинами глобальных дисбалансов счета текущих операций, состоит в том, что финансовый кризис может привести к долговременному усилению предпочтения внутренних активов и сокращению трансграничных валовых потоков капитала. Это может ограничить возможности для получения кредитов на цели финансирования дефицита счета текущих операций США, а также дефицита счетов текущих операций многих стран с формирующимся рынком и развивающихся стран, которые получали выгоды от финансовой глобализации в десятилетия, предшествовавшие кризису.

му восстановлению равновесия в глобальной экономике. Основные составляющие включают ускорение роста потребления в Восточной Азии наряду с укреплением реального эффективного обменного курса, чему способствует более гибкое регулирование обменного курса, успешное выполнение планов по восстановлению действенного финансового посредничества на национальном и международном уровнях и шаги в области финансовой и торговой интеграции глобальной экономики (включая, например, завершение начатого в Дохе раунда переговоров о мировой торговле). Предполагается, что темпы мирового роста снова выйдут на устойчивые уровни, что позволит быстрее ликвидировать разрыв между фактическим и потенциальным объемом производства и создаст возможности для ускорения бюджетной консолидации в США и других странах. Глобальные дисбалансы уменьшатся, по мере того как дефицит счета текущих операций США будет продолжать сокращаться в результате снижения курса доллара, тогда как уровни профицита в странах Азии станут более умеренными.

В сценарии ухудшения ситуации корректировка происходит медленнее, реформы отклоняются от намеченного курса, и перспективы роста ухудшаются. Бюджетная консолидация протекает медленнее, безработица остается на повышенном уровне более длительное время, риски дефляции по-прежнему вызывают беспокойство, а ползущий протекционизм в торговле и финансах препятствует росту производительности. Кроме того, в этих условиях будут сохраняться значительные глобальные дисбалансы, что подразумевает дальнейшее увеличение задолженности США остальному миру и повышение рисков последующей неупорядоченной корректировки, особенно если возникнут сомнения в устойчивости бюджетной позиции США. Таким образом, хотя глобальные дисбалансы, возможно, не были главной причиной текущего глобального кризиса, проблемы в этой области остаются актуальными, особенно если глобальный кризис приведет к долговременному сокращению валовых трансграничных потоков капитала (см. вставку 1.4).

Меры по преодолению кризиса и созданию условий для устойчивого подъема

Сложные и весьма неопределенные краткосрочные перспективы делают особенно настоятельным принятие директивными органами решительных мер для преодоления тяжелой глобальной рецессии, которая, несмотря на широкие усилия, принимает опасные масштабы. Первоочередная задача состоит в активной реализации убедительных планов по борьбе с финансовым кризисом, который был главной причиной глобальной рецессии за прошедшие шесть месяцев. Опыт финансовых кризисов в прошлом показал, что задержки в решении исходных проблем приводят лишь к более продолжительному экономическому спаду и, в конечном счете, к увеличению бремени для налогоплательщиков. В то же время, макроэкономическая политика по мере возможности должна и впредь быть направлена на поддержку спроса, чтобы свести к минимуму дальнейшее вредное обратное воздействие ослабевающей экономической активности на финансовый сектор. Эту задачу будет все сложнее решать, поскольку традиционные средства защиты уже задействованы, и углубляющийся спад может подорвать волю к дальнейшим действиям во многих странах.

Эти задачи политики приобретают большую значимость — и становятся более неотложными — ввиду глобального характера кризиса. В отличие от азиатского кризиса или опыта Японии 1990-х годов, страны не могут полагаться на экспорт для выхода из кризиса (см. главу 3). Кроме того, директивным органам необходимо принимать во внимание трансграничные последствия выбираемых 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 торговому и финансовому протекционизму нанесет огромный вред всем, о чем ясно предостерегает опыт «политики разорения соседа» в 1930-х годах.

Меры политики также должны следовать компасу среднесрочной стратегии. Чрезвычайно важно найти финансовые решения, способствующие формированию прочной финансовой системы, менее подверженной циклам резких подъемов и спадов, но тем не менее способной выполнять свою главную функцию эффективного посредничества между сбережениями и инвестициями. Кроме того, действенность макроэкономической

политики в ближайший период будет зависеть от обеспечения доверия в среднесрочной перспективе. Необходимо разработать стратегии «выхода», чтобы переориентировать налогово-бюджетную и денежно-кредитную политику с экстренных краткосрочных мер поддержки на устойчивую среднесрочную основу.

Политика в отношении финансового сектора. Разрешение сути проблемы

Решительные шаги по восстановлению стабильности финансового сектора и доверия рынка являются чрезвычайно важной предпосылкой для того, чтобы остановить тенденцию спада в глобальной экономике и проложить дорогу для долговременного подъема. На смену разрозненным мерам государственного вмешательства постепенно приходят систематические и активные действия, но рынки все еще не убеждены в результативности меры в отношении финансового сектора, что ослабляет воздействие реализуемого в настоящее время стимула денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики. Кроме того, учитывая глобальный характер напряженности на финансовых рынках и трансграничные последствия мер, принимаемых в отдельных странах, международное сотрудничество в вопросах политики имеет решающее значение для восстановления доверия рынка.

Стратегия по оздоровлению финансовых организаций содержит три основных элемента: 1) обеспечение доступа финансовых организаций к ликвидности, 2) выявление и урегулирование неблагополучных активов и 3) рекапитализацию слабых, но жизнеспособных организаций. В первой области в настоящее время ведется активная работа, но в двух других областях необходимо добиться более убедительного прогресса в осуществлении мер политики.

Насущной основой для долговременного решения должно стать пользующееся доверием признание убытков. Неопределенность в оценке стоимости проблемных активов все еще вызывает сомнения в жизнеспособности финансовых организаций, включая те, которые получили государственную поддержку. Директивные органы должны ввести требование консервативной, прозрачной и последовательной оценки активов во всех организациях. Хотя недостаточная ликвидность и сложная структура многих активов с повышенным риском затрудняют точную оценку их стоимости, органам государственного управ-

ления необходимо определить методологию для реалистичной оценки неликвидных секьюритизованных кредитных инструментов на основе обоснованных ожиданий поступления доходов в будущем⁷. Желательно применять такую оценку последовательно во всех странах, чтобы избежать регулятивного арбитража или искажений справедливой конкуренции.

Можно использовать различные способы для ограничения дальнейших убытков от неблагоприятных активов, но эта работа, вероятно, требует существенной государственной поддержки и должна проводиться на прозрачной основе, чтобы добиться доверия. Выделить проблемные активы в балансах и предоставить частичные государственные гарантии можно за короткие сроки и с минимальными первоначальными бюджетными затратами, но предпринимавшиеся в последние месяцы усилия в этой области не повысили уровень уверенности на рынках, и этот подход едва ли позволит рассеять более общую неопределенность, окутывающую банковские портфели. Хорошо зарекомендовавший себя альтернативный подход состоит в изъятии активов с повышенным риском из балансов финансового сектора с передачей их государственным компаниям по управлению активами (известным также как «плохие банки»). В качестве механизма для прозрачного изъятия проблемных активов можно также использовать покупки активов партнерствами государственного и частного секторов, как предлагается в США, но эти партнерства должны быть построены таким образом, чтобы стимулировать участие как покупателей, так и продавцов на условиях, соответствующих ресурсам, предоставляемым по программе. В целом могут быть пригодны различные подходы в зависимости от обстоятельств страны, и главная задача состоит в том, чтобы выбрать подход, обеспечить достаточное финансирование и проводить его в жизнь прозрачным и последовательным образом.

Рекапитализация должна проводиться на основе тщательного анализа долгосрочной жизнеспособности финансовых организаций, с учетом реалистичной оценки вероятных убытков по проблемным активам, качества капитала и управления и деловых перспектив. Органу надзора необходимо установить надлежащий уровень норматив-

⁷Полезным руководством в этой связи могут служить недавние предложения Совета по международным стандартам бухгалтерского учета и Базельского комитета относительно практики раскрытия информации и определения справедливой стоимости.

ного капитала для организаций, с учетом нормативных минимумов и необходимых страховых резервов для покрытия непредвиденных убытков в будущем. Затем следует быстро рекапитализировать жизнеспособные банки с недостаточным уровнем капитала посредством вливаний государственного капитала, по возможности в сочетании с частными средствами, чтобы довести их капитал до уровня, достаточного для восстановления доверия рынка к банку. Ввиду углубления кризиса правительствам следует быть готовыми предоставить капитал в виде обыкновенных акций, что является лучшим способом укрепить доверие и перспективы получения финансирования, даже если это означает временное введение государственной мажоритарной собственности⁸. В случае нежизнеспособных организаций следует без промедления проводить государственное вмешательство с последующим упорядоченным урегулированием путем закрытия или слияния. Во избежание дальнейших системных последствий органам регулирования необходимо знать, при каких юридических условиях государственное вмешательство может рассматриваться как «неплатежеспособность» организации и соответственно как кредитное событие, приводящее в действие оговорки о дефолте в договорах о свопе кредитного дефолта. Следует вести тщательный мониторинг организаций, получающих государственный капитал, ограничивая выплаты дивидендов и контролируя принципы оплаты труда руководящих сотрудников. Объем необходимого государственного финансирования, вероятно, будет значительным, существенно больше, чем было выделено до настоящего времени, но потребность в государственной поддержке, вероятно, будет тем больше, чем дольше будет откладываться соответствующее решение.

Необходимо расширить международное сотрудничество, чтобы не допустить обострения напряженности на трансграничном уровне. Несоразмерность уровней поддержки, предоставленной финансовым организациям в различных странах, создает дополнительную напряженность и искажения. Важно добиться большей ясности и последовательности применяемых правил для оценки стоимости проблемных активов, гарантий и рекапитализации, чтобы избежать нежелательных по-

⁸Хотя передавать основные банковские организации в постоянную государственную собственность было бы нежелательно по ряду причин, имеется много примеров (например, в Коре, США, Швеции и Японии) использования временной государственной собственности для очистки балансов и создания условий для перепродажи банков частному сектору.

следствий и искажений в конкуренции, когда создаются предпочтительные условия для отечественных организаций или для предоставления кредита отечественным заемщикам в ущерб другим.

Более широкий международный подход особенно необходим в случае стран с формирующимся рынком. Как подчеркивалось ранее, а также в апрельском выпуске ДГФС 2009 года, страны Европы с формирующимся рынком особенно уязвимы к нарушениям кредитных потоков ввиду их большой потребности во внешнем финансировании, и на их положении могли негативно сказаться меры финансовой поддержки в Западной Европе с целью защиты позиций отечественных банков. Настоятельно необходимо установить четкие руководящие принципы для трансграничных действий по преодолению кризиса и распределения финансового бремени, содействовать сохранению доступа к кредитным линиям и обеспечить необходимое экстренное внешнее финансирование. Наряду с этим, недавние реформы с целью повышения гибкости кредитных инструментов для «застигнутых непогодой» стран с хорошими экономическими показателями в сочетании с выдвинутыми саммитом Группы 20-ти планами увеличения ресурсов, имеющихся в распоряжении МВФ, способствуют укреплению потенциала международного финансового сообщества для регулирования рисков, связанных с внезапным прекращением притоков частного капитала.

Принимая меры по преодолению финансовых трудностей, необходимо также учитывать проблемы переходного периода и будущие очертания финансовой системы. Сегодняшние действия должны соответствовать долгосрочной концепции прочной, эффективной и динамичной финансовой системы. Для достижения этих целей требуются шаги по ограничению морального риска и разработке стратегии выхода после крупномасштабного государственного вмешательства, в том числе для обеспечения плавного возврата к частному посредничеству на дезорганизованных в настоящее время рынках. Снижение доли заемных средств и уменьшение размера финансового сектора являются неизбежным процессом, и текущие действия не должны препятствовать необходимой реорганизации системы в целом. Следует усилить стандарты регулирования соразмерно системным рискам, создаваемым организациями, но преобразования следует проводить постепенно, когда перспективы экономического подъема уже не будут вызывать сомнений, чтобы не усугубить отрицательную обратную связь с реальной экономикой.

Решение трудной задачи оздоровления финансовой системы должно подкрепляться действиями, способствующими реорганизации заемщиков, чтобы уменьшить потери стоимости, связанные с неупорядоченной ликвидацией. Одна из главных задач состоит в том, чтобы определить, как можно способствовать пересмотру условий ипотечных кредитов в США, чтобы умирить разрушительную волну отчуждений залога, усугубляющую спад на рынке жилья США. В этом должны помочь недавние инициативы по выделению государственных средств с целью повысить стимулы для участия заемщиков и кредиторов в этом процессе и содействовать списанию основной суммы долга через процедуру банкротства физических лиц. Аналогичные подходы могут потребоваться и в других странах.

Другая область напряженности связана с вероятной волной банкротств корпораций в предстоящий период, особенно в странах с формирующимся рынком, где компании подвержены высоким рискам в отношении пролонгации внешних кредитов при ограниченных внутренних альтернативных источниках финансирования, а правовая основа и потенциал для реорганизации могут быть ограниченными. В ряде стран органы регулирования уже предприняли шаги для стимулирования потоков кредита посредством гарантий и механизмов организационно-технической поддержки; могут также иметься основания для прямой государственной поддержки заимствования корпораций. Кроме того, следует подготовить планы крупномасштабной реорганизации в случае дальнейшего ухудшения ситуации. Опыт последствий азиатского кризиса свидетельствует о том, что комплексный, в отличие от частичного, подход к урегулированию задолженности может способствовать упорядоченному проведению крупномасштабной реорганизации корпораций, в том числе через добровольное участие частного сектора.

Денежно-кредитная политика.

Обращение к нетрадиционным подходам

Опасения инфляции быстро становятся лишь далеким воспоминанием, и руководители центральных банков по всему миру теперь вышли на передовые рубежи в борьбе за поддержание спроса в условиях дестабилизации финансового сектора. В странах с развитой экономикой эта задача усложняется растущей угрозой дефляции и невозможностью снижения процентных ставок ниже нулевого предела. В таких условиях крайне важно

решительно противодействовать рискам дефляции. Хотя во многих странах ставки интервенции уже близки к нулевому нижнему пределу, в некоторых экономиках (таких как зона евро) еще остается некоторое пространство для проведения политики, которое следует без промедления использовать. В существующей ситуации едва ли следует опасаться чрезмерного смягчения денежно-кредитной политики. В то же время важно предоставлять четкую информацию: руководству центральных банков следует подчеркнуть свою решимость не допустить дефляции путем поддержания либеральных денежно-кредитных условий, пока в этом сохраняется необходимость, и в то же время однозначно продемонстрировать намерение избежать нового витка инфляции.

Тем не менее, огневой мощи традиционных инструментов политики, скорее всего, будет недостаточно: нулевой нижний предел ограничивает возможности для дальнейшего снижения ставок, а дестабилизация кредитного рынка ослабляет воздействие снижения ставок интервенции. В этих обстоятельствах необходимо дополнять снижение процентных ставок все более широким применением менее традиционных подходов, используя размер и структуру собственного баланса центрального банка для поддержки посредничества в предоставлении кредита. Как уже отмечалось, многие центральные банки уже ввели набор новых инструментов, включая покупку долгосрочных государственных ценных бумаг и более прямые меры поддержки посредничества. В текущих условиях такие подходы могут быть особенно эффективны, если они помогут разблокировать неликвидные или дезорганизованные рынки; это так называемая стратегия смягчения кредитных условий (Bernanke, 2009). Такая стратегия расширяет концепцию «количественного смягчения», применявшуюся Банком Японии в 2001–2006 годах, которая делала упор на пополнение резервов коммерческих банков за счет покупки государственных облигаций.

В процессе смягчения кредитных условий центральным банкам следует организовывать свою деятельность таким образом, чтобы максимально облегчить ситуацию на дезорганизованных рынках (путем увеличения доступа к кредиту и снижения спредов), сводя при этом к минимуму возможный более долгосрочный сопутствующий ущерб. Насколько возможно, следует оставить решения о распределении кредита на усмотрение частных финансовых посредников вместо передачи этих решений в ведение центрального банка.

Следует также обеспечить покрытие национальными казначействами кредитного риска, который не оставляется в частном секторе, вместо того чтобы ставить под угрозу балансы центрального банка. Следует также подумать о том, как завершить эту чрезвычайную операцию по обеспечению доступа к кредитам. Поддержку, предоставляемую в форме механизмов краткосрочного обеспечения ликвидности, можно быстро изъять, когда условия на рынке со временем нормализуются, но свернуть операции с активами, имеющими более длительные сроки погашения, может быть труднее.

Эти соображения относятся также к центральным банкам в странах с формирующимся рынком. Вместе с тем, во многих из этих стран задачи центрального банка дополнительно усложняются ввиду необходимости поддерживать внешнюю стабильность, несмотря на весьма неустойчивые потоки финансирования. Финансирование в странах с формирующимся рынком подвержено резким сдвигам (внезапному прекращению притоков) в значительно большей степени, чем в странах с развитой экономикой, отчасти вследствие меньшей уверенности в кредитоспособности государства. Страны с формирующимся рынком также имеют тенденцию привлекать более значительную долю займов в иностранной валюте, поэтому сильное снижение обменного курса может нанести тяжелый урон их балансам.

Таким образом, хотя большинство центральных банков в этих странах снизили процентные ставки, реагируя на глобальный спад, они проявляли при этом обоснованную осторожность, чтобы сохранить стимулы для притока капитала и избежать неупорядоченных изменений обменного курса или полномасштабного кризиса счета операций с капиталом. В некоторой степени, их арсеналы международных резервов дают им средства для противодействия волатильным изменениям обменного курса и сохранения доступа к финансированию в иностранной валюте, однако со временем накопленные резервы истощаются, ограничивая пространство для маневра. Страны, переживающие особенно трудные внешние условия, включая необходимость финансирования крупного дефицита счета текущих операций, значительные потребности в пролонгации кредитов, зависимость от нестабильных межбанковских потоков и убывающие резервы, могут быть вынуждены ужесточить денежно-кредитную политику, чтобы сохранить внешнюю стабильность, несмотря на негативные последствия такого шага для внутренней экономической активности. Доступ к официальному финансированию, включая как региональные, так и двусторонние кредитные линии и условное

финансирование от МВФ, может сыграть важную роль в снижении необходимости в таком болезненном выборе.

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 возобновления перегрева и нового «пузыря» цен активов. В некоторых случаях для обеспечения плавного перехода могут потребоваться новые инструменты, такие как предоставление центральным банкам права выпускать собственные ценные бумаги для изъятия избыточной ликвидности.

Эти решения необходимо будет принимать в контексте более общего вопроса о том, следует ли расширить функции денежно-кредитной политики, более непосредственно распространив их на обеспечение макрофинансовой стабильности, а также стабильности цен, и если да, то каким образом это следует сделать. Теперь уже предельно ясно, что необходимо решительно реагировать на бумы цен активов, подпитываемые финансированием за счет заемных средств с участием финансовых посредников, поскольку такие бумы угрожают подорвать предложение кредита и состояние экономики. Хотя политика регулирования должна играть ведущую роль в сдерживании таких рисков, денежно-кредитная политика не может игнорировать бум цен активов и кредита. Следует реагировать на необычно быстрые изменения цен активов или признаки завышения цен на рынке активов, особенно на фоне быстрого роста кредитования. Пруденциальные меры могут обеспечить более адресное и менее дорогостоящее решение, чем изменение процентных ставок, поэтому следует сделать их одним из основополагающих элементов политики⁹.

Налогово-бюджетная политика. Стимулы и устойчивость

Учитывая масштабы спада и ограничения возможностей денежно-кредитной политики, налогово-бюджетная политика должна играть важнейшую

роль в обеспечении поддержки глобальной экономики в краткосрочной перспективе. Один из главных выводов главы 3 состоит в том, что в условиях финансового кризиса налогово-бюджетная политика может быть особенно эффективной для сокращения продолжительности рецессии, тогда как действенность денежно-кредитной политики в этот период снижается. Вместе с тем, возможности для предоставления такой бюджетной поддержки оказываются ограниченными, если эти меры приводят к ослаблению доверия при отсутствии среднесрочной программы. Таким образом, правительствам необходимо найти трудный компромисс — проводить политику бюджетной экспансии в краткосрочной перспективе, но при этом способствовать укреплению уверенности в среднесрочной перспективе.

Эта задача становится все более трудной по мере углубления спада и увеличения его продолжительности. Хотя правительства принимают меры по предоставлению значительного экономического стимула в 2009 году, теперь стало очевидно, что эти усилия необходимо как минимум продолжать на том же уровне, а то и увеличить, в 2010 году, и странам, обладающим бюджетными возможностями, следует быть готовыми принять новые меры в области стимулирования, необходимые для поддержания экономического 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.

В связи с этим следует приветствовать тот факт, что большинство стран Группы 20-ти, как с формирующимся рынком, так и с развитой экономикой, вносят свой вклад в меры бюджетной поддержки. Вместе с тем, становится труднее поддерживать уровень стимула, поскольку в некоторых странах возможности для бюджетных мер все более сокращаются ввиду обеспокоенности участников рынка относительно устойчивости государственных финансов. Это в особенности касается стран с формирующимся рынком, имеющих менее развитые бюджетные институты и менее надежные источники финансирования, среднесрочные прогнозы экономического роста для которых были снижены. Однако это также относится ко все большему числу стран с развитой экономикой, в которых траектории государственных счетов отражают значительный прирост долга, особенно в странах, которым тоже приходится нести большие затраты, связанные с расчисткой финансового сектора и старением населения.

⁹Дополнительный анализ этих вопросов приводится в работе IMF (2009с). См. также анализ того, как можно адаптировать денежно-кредитную политику, повысив в ней роль цен на жилье, в частности в главе 3 октябрьского выпуска «Перспектив развития мировой экономики» 2008 года.

Каким образом можно снять противоречие между стимулами и устойчивым развитием экономики? Одним из ключевых условий является выбор мер стимулирования. По мере возможности, они должны носить временный характер и обеспечивать максимальную отдачу на вложенные средства. Этим требованиям в целом соответствуют увеличение расходов на конкретные проекты и ограниченное по срокам снижение налогов, призванное увеличить денежные поступления домашних хозяйств с ограниченным доступом к кредитам¹⁰. Желательно также выбирать меры, обеспечивающие долгосрочное укрепление производственного потенциала экономики (и, как следствие, потенциала для сбора налогов). В силу обеих причин в текущей ситуации особенно полезны инициативы по наращиванию расходов на инфраструктуру. В стандартном цикле деловой активности такие расходы часто производятся, когда потребность в них уже уменьшается, но в текущем цикле будет необходимо поддерживать расходы на повышенном уровне в течение нескольких лет. В принципе, это можно сделать путем ускорения реализации уже запланированных проектов; в этом случае чистая приведенная сумма расходов не изменится.

Во-вторых, органам государственного управления необходимо дополнить инициативы по предоставлению краткосрочных стимулов реформами, направленными на укрепление среднесрочной бюджетной программы. К ним относятся налоговые реформы с целью уменьшения зависимости от налоговых доходов, связанных с ценами активов, меры по повышению прозрачности и усилению контроля за государственными расходами и шаги по разработке действенных среднесрочных бюджетных программ для обеспечения консолидации в периоды быстрого роста, а также пространства для смягчения политики в периоды спада. Реформы в этих областях будут полезны для всех стран с развитой экономикой, но еще более важны для стран с формирующимся рынком, имеющих намного менее развитые системы управления государственными финансами.

В-третьих, наиболее значимым вкладом в укрепление доверия к устойчивости бюджета были бы конкретные результаты в решении бюджетных проблем, обусловленных старением населения. Издержки текущего финансового кризиса, хотя и значительны, не идут ни в какое сравнение с пред-

стоящим увеличением расходов на социальное обеспечение и здравоохранение для пожилого населения (IMF, 2009e). Действенные реформы этих программ, возможно, сразу не скажутся на бюджетных счетах, но могут оказать огромное влияние на перспективы бюджета и тем самым помочь сохранить бюджетные возможности для предоставления краткосрочной поддержки.

Необходимы действия на глобальном уровне

В условиях кризиса глобального масштаба чрезвычайно важны глобальные меры, чтобы преодолеть спад и достичь подъема. В предшествующем анализе уже указывались различные области, в которых необходимы совместные усилия всех стран.

- Меры по преодолению финансового стресса и восстановлению жизнеспособности финансового сектора требуют международной координации, чтобы уменьшить трансграничные вторичные эффекты и сформировать последовательные принципы санации финансовых организаций, которые часто носят глобальный характер. Следует не допускать ползущего протекционизма в финансовой сфере.
- Следует объединить усилия в предоставлении бюджетных стимулов для поддержания глобального спроса при ведущей роли стран, располагающих наибольшими бюджетными возможностями, опять же с учетом трансграничных последствий.
- Денежно-кредитная политика также должна по мере возможности быть направлена на поддержание спроса, но при этом следует избегать попыток снижения курсов валют для получения преимуществ в конкуренции, что было бы бессмысленно с глобальной точки зрения.
- Аналогичным образом, страны должны избегать соблазна отката к протекционистским мерам в торговле.
- Следует укрепить источники официальной финансовой поддержки, чтобы страны, испытывающие потребность в финансировании дефицита счета текущих операций, могли избежать необходимости излишне жестких корректировок, которые сказались бы и на других странах.
- Совершенствование систем раннего предупреждения и большая информационная открытость в отношении рисков помогли бы создать более прочную основу для международного сотрудничества в области экономической политики.

¹⁰См. более подробный анализ этих вопросов в работах Spilimbergo et al. (2008) и IMF (2009e).

Глобальное сотрудничество также имеет большое значение для повышения благосостояния в ходе послекризисного восстановления мировой экономики. Завершение начатого в Дохе раунда переговоров о многосторонней торговле дало бы толчок глобальной торговой интеграции, которая является ключевой составляющей в обеспечении роста производительности. Задача перестройки системы финансового регулирования с целью совершенствования контроля и обеспечения гарантий стабильности, наряду с созданием условий для действенного финансового посредничества, должна решаться на многосторонней основе. Аналогичным образом, более гибкая система управления валютными курсами в основных странах мира способствовала бы плавному восстановлению равновесия глобального спроса и предложения для содействия сближению уровней дохода. Увеличение доступа к международным финансовым ресурсам, которые можно использовать при неблагоприятной ситуации на рынках, и более гибкие условия таких кредитов помогли бы ограничить дальнейшее распространение практики самострахования и накопления огромных официальных международных резервов. Наконец, необходимо сохранить и увеличить потоки помощи странам с низкими доходами, чтобы необходимое сокращение бюджетных расходов в странах-донорах в предстоящие годы не поставило под угрозу достижения в преодолении бедности в глобальном масштабе.

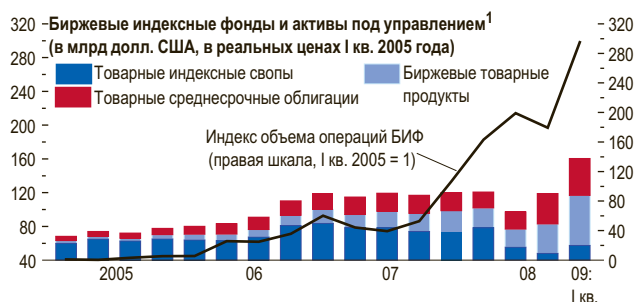
Приложение 1.1. Изменения и перспективы на рынках биржевых товаров

Авторами данного приложения являются Кевин Чен, То-Нху Дао, Низ Эрбил и Томас Хелблинг.

Финансовые потрясения и резкое ухудшение глобальных экономических перспектив в третьем квартале 2008 года резко оборвали ценовой бум на рынках биржевых товаров последних нескольких лет. Коррекция цен была сильной и быстрой, и в случае многих основных биржевых товаров степень изменений и волатильности цен достигла беспрецедентного уровня (таблица 1.2). К декабрю индекс биржевых товаров МВФ снизился почти на 55 процентов относительно своего пика в июле (рис. 1.17, верхняя часть).

Начало поворота в ценах на биржевые товары в целом совпало с поступлением данных, указывавших на более сильный, чем ожидалось, спад деловой активности в середине 2008 года в странах с развитой экономикой, странах с формирую-

Рисунок 1.17. Цены на биржевые товары и нефть



Источники: Barclays Capital; Bloomberg Financial Markets; расчеты персонала МВФ.

¹ Дефлятированные по индексу биржевых товаров МВФ

² На Чикагской товарной бирже, Нью-Йоркской товарной бирже и Лондонской товарной бирже, соответственно.

Таблица 1.2 Сопоставление волатильности цен на биржевые товары

(Еженедельно, в процентах)

	Изменение за шесть месяцев			Стандартное отклонение ¹			
	Наибольший спад за шесть месяцев в 2008 году	Наибольший спад за шесть месяцев в 1970–2007 годах ²	(год)	2008 год	Наиболее высокое в 1970–2007 годах ²	(год)	Среднее в 1970–2007 годах ²
Нефть (WTI) ³	-76,8	-60,1	(1986)	18,4	16,1	(1999)	8,5
Алюминий	-52,9	-33,4	(1991)	12,1	8,9	(1994)	5,6
Медь	-54,8	-52,6	(1974)	12,2	13,0	(1974)	6,7
Никель	-68,0	-49,0	(1990)	23,6	17,7	(2006)	9,2
Кукуруза	-52,4	-51,8	(1997)	13,9	13,6	(1988)	7,6
Пшеница	-45,2	-38,0	(1996)	16,0	12,9	(2007)	6,4
Соевые бобы	-44,1	-51,3	(2004)	12,8	15,5	(2004)	6,3
<i>Для справки</i>							
Золото	-25,4	-30,1	(1981)	8,7	13,3	(1979)	5,1

Источники: Datastream; расчеты персонала МВФ.

¹Стандартное отклонение изменения за неделю цен на биржевые товары за 12-месячный период.

²Данные по нефти за 1983–2007 годы; по алюминию за 1988–2007 годы; и по никелю, кукурузе, пшенице и соевым бобам за 1979–2007 годы.

С возросшими потрясениями на финансовых рынках в сентябре–октябре снижение цен ускорилося.

³WTI = нефть марки West Texas Intermediate.

щимся рынком и других развивающихся странах. Эти изменения шли вразрез с прежними ожиданиями того, что страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны вновь стойко выдержат последствия замедления экономического роста в странах с развитой экономикой. Поскольку на долю этих стран приходилась большая часть приростного спроса в период бума, краткосрочные перспективы спроса на глобальных рынках биржевых товаров стали менее оптимистичными. Другой причиной изменения стало снижение спроса в странах с развитой экономикой. Хотя на их долю приходилась малая часть увеличения спроса в период бума, в наибольшей степени падение уровней глобального потребления биржевых товаров в последние месяцы было связано с этими странами.

Резкое ухудшение перспектив глобального экономического роста, связанное с глобальными финансовыми потрясениями, произошедшими в сентябре и октябре 2008 года, вызвало в ноябре ускоренную корректировку цен в сторону снижения. В декабре цены на биржевые товары в целом стабилизировались. С тех пор они в основном колебались в пределах диапазона, и имело место несколько пока еще краткосрочных всплесков цен на некоторые биржевые товары, в частности на нефть и совсем недавно базовые металлы.

Воздействие глобального замедления на различные биржевые товары было разным. В соответствии с прежним циклическим поведением наибольшее воздействие испытали на себе биржевые товары, тесно связанные с производством инвес-

тиционных товаров и товаров длительного пользования и строительством, в частности топливо и основные металлы. Последствия замедления темпов для цен на продовольствие были заметно более умеренными, чем для цен на другие биржевые товары, ввиду более низкой эластичности базового спроса по доходу. Тем не менее, со снижением давления, связанного с затратами на энергоресурсы и спросом на биотопливо, реакция цен на продовольственные биржевые товары на замедление темпов роста была более сильной, чем обычно.

Как финансовый стресс повлиял на рынки биржевых товаров?

Помимо косвенного воздействия через реальную экономику, на рынки биржевых товаров напрямую повлияла эскалация финансового кризиса в сентябре. Инвесторы свертывали позиции в товарных активах по тем же причинам, которые привели к общему неупорядоченному сокращению доли заемных средств, обсуждавшемуся в этой главе. Во-первых, многие инструменты инвестиций в биржевые товары являются внебиржевыми продуктами (например, свопы совокупного дохода с ривязкой к приросту индекса биржевого товара), связанными с контрагентским риском. Во-вторых, некоторые позиции по инвестициям в биржевые товары с высокой долей заёмных средств сокращались из-за трудностей их перефинансирования. В-третьих, в общем плане, поскольку финансовые рынки для биржевых товаров оставались относи-

Вставка 1.5. Поднимутся ли вновь цены на биржевые товары, когда начнется оживление глобальной экономики?

Со времени обвала цен на биржевые товары во второй половине 2008 года ведутся широкие дискуссии о перспективах цен на них. С одной стороны, резко восходящая кривая фьючерсов на многие основные биржевые товары указывает на то, что в течение следующих нескольких лет цены будут расти. Такие надбавки к цене за отсрочку соответствуют мнению о том, что цены восстановятся при оживлении глобальной экономики в результате возобновления быстрого роста спроса на биржевые товары со стороны стран с формирующимся рынком и необходимости привлечения более дорогостоящих поставок.

С другой стороны, спотовые цены продолжают испытывать понижающее давление из-за все еще слабого спроса и растущих запасов. При усилении вероятности длительного замедления глобального экономического роста перспективы быстрого восстановления цен на биржевые товары представляются отдаленными, что напоминает о предыдущих эпизодах, когда цены на биржевые товары переживали длительные периоды спада после их непродолжительного бума¹.

Для того чтобы оценить будущую динамику цен на биржевые товары, в данной вставке анализируется информация, которую содержат фьючерсные цены и прошлые тенденции, а также изучается вопрос о том, как взаимосвязь между глобальным экономическим ростом и спросом на биржевые товары в периоды замедления и оживления экономического роста влияет на вероятность восстановления цен на биржевые товары.

Возобновится ли трендовое снижение цен?

На протяжении длительных периодов времени цены на многие биржевые товары снижались относительно цен на продукцию обрабатывающей промышленности и тарифов на услуги (см. первый рисунок). Долгосрочное снижение цен отражает сравнительно сильный прирост производительности в добывающих отраслях, а также тот факт, что многие биржевые товары являются предметами первой необходимости: их доля в общем потреблении сокращается с ростом доходов. В рамках этой общей характеристики темпы снижения цен на отдельные биржевые товары сильно различаются и зависят от таких факторов, как доступные запасы в случае невозобновляемых ресурсов, отраслевая структура и конкретные характеристики спроса. Нефть является главным исключением из правила о снижении цен, что отражает олигопо-

листическую структуру предложения, концентрацию запасов и характеристики нефти как предмета роскоши (ключевым детерминантом потребления служит доля собственников автомобилей).

Из первого рисунка также видно, что долгосрочные тенденции часто не содержат надежных указаний на среднесрочные ценовые колебания². Например, средние темпы изменений значительно различаются по десятилетиям. Трендовый компонент цен на биржевые товары смещается со временем, что отражает изменения долгосрочных детерминантов цены, таких как средняя стоимость добычи на предельных месторождениях. Насколько важны колебания трендового компонента относительно колебаний циклического компонента? Если доминируют колебания последнего, долгосрочные тенденции могут служить важными сигналами. В противном случае прошлые тенденции являются малоинформативными.

Простым способом определения относительного значения этих двух компонентов является сопоставление волатильности спотовых и фьючерсных цен. Циклический компонент, таким образом, должен дисконтироваться во фьючерсных ценах при возрастании дисконта вместе со сроками фьючерсных контрактов. Другими словами, волатильность более долгосрочных фьючерсных контрактов должна в основном отражать волатильность мнений участников рынка относительно трендового компонента.

Как показано в первой таблице, волатильность фьючерсных цен ниже волатильности спотовых цен в случае четырех основных биржевых товаров: нефти, алюминия, меди и пшеницы. Например, для временного горизонта в один год отношение волатильности фьючерсных к спотовым ценам находится в диапазоне от 0,6 для пшеницы до 0,9 для меди. Однако, несмотря на то что отношение снижается с удлинением сроков фьючерсных контрактов, оно остается относительно высоким. Даже для временного горизонта в пять лет волатильность фьючерсных цен по-прежнему приблизительно вдвое ниже волатильности спотовых цен³, и в последние несколько лет относительная волатильность фьючерсных цен повышалась. Эти результаты означают, что на колебания трендового компонента приходится значительная доля колебаний цен на биржевые товары. Они также позволяют предположить, что текущие уровни трендовых компонентов (показанные на пер-

Основными авторами данной вставки являются Кевин Ген и Томас Челлинк.

¹См., например, Cashin, McDermott, and Scott (2002).

²В отношении трендов и циклов изменения цен на биржевые товары см., в частности, Pindyck (1999), Cuddington (2007) и Cashin and McDermott (2002).

³Пятилетние контракты на пшеницу отсутствуют.

Вставка 1.5 (продолжение)

Волатильность спотовых и фьючерсных цен

(Стандартное отклонение суточного изменения цены; в процентах)

	Фьючерсные цены				
	Спот	трех-месячные	одно-летние	двух-летние	пяти-летние
Нефть (WTI¹)					
1998–2008	8,6	7,9	6,0	5,1	4,7
1998–2003	8,4	7,5	4,3	2,9	2,5
2004–08	8,8	8,4	7,5	6,8	6,5
Алюминий					
1998–2008	4,6	4,4	3,7	3,2	3,3
1998–2003	3,5	3,2	2,4	1,8	0,5
2004–08	5,7	5,5	4,8	4,2	3,7
Медь					
1998–2008	7,0	6,9	6,3	6,0	6,8
1998–2003	4,2	4,2	3,6	3,3	2,7
2004–08	9,4	9,3	8,6	8,1	7,5
Пшеница					
1998–2008	8,1	21,6	5,1	4,0	—
1998–2003	5,9	21,3	3,6	2,2	—
2004–08	10,2	22,1	6,5	5,1	—

Источники: Bloomberg Financial Markets; расчеты персонала МВФ.
¹WTI = Нефть марки West Texas Intermediate.

вом рисунке), остающиеся относительно высокими, несмотря на недавние коррекции цен, характеризуются значительной неопределенностью.

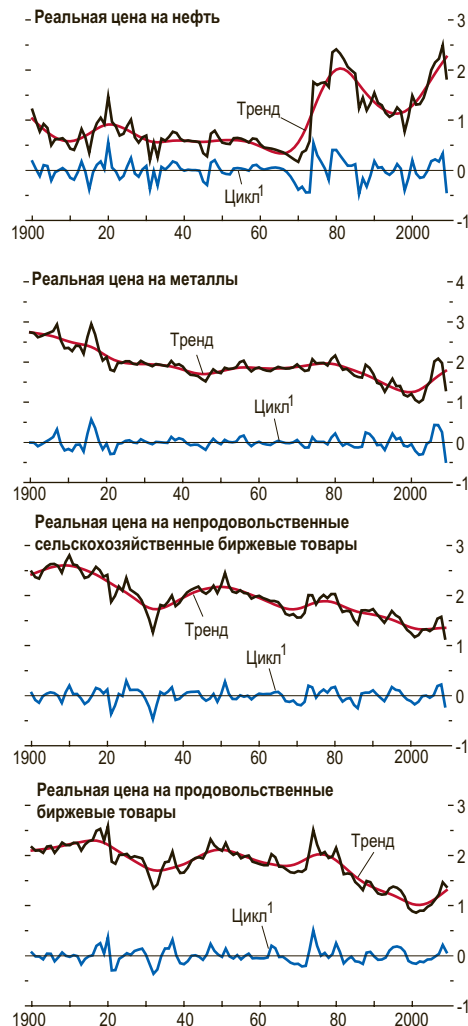
Насколько надежным сигналом служит кривая фьючерсов?

С обсуждавшимся выше связан вопрос о том, насколько полезным сигналом о направленности будущих изменений цен может служить наклон кривой товарных фьючерсов. Свидетельства о прошлых спадах глобального экономического роста указывают на то, что он должен быть полезным.

В периоды слабого глобального спроса и снижающихся спотовых цен кривые фьючерсов обычно являлись восходящими, что означает, что ожидалось восстановление уровня цен на фазе циклического подъема⁴. Такое сочетание текущих и ожидаемых будущих спотовых цен также служит стимулом для накопления запасов для поглощения избытка предложения (производство минус потребление) биржевых товаров, которое часто наблюдается на фазе спада. Причина этого состоит в том, что ожидания более высоких будущих цен и соответствующей прибыли от их повышения служат стимулом для накопления запасов в период

⁴ Существуют также другие причины, по которым кривые фьючерсов могут быть частично или полностью восходящими, включая более высокую будущую инфляцию или ожидания дефицита предложения.

Тренды и циклы изменения цен на биржевые товары
 (логарифмы; по индексу потребительских цен США)



Источники: Grilli and Yang (1988); Pfaffenzeller, Newbold, and Rayner (2007); Bloomberg; расчеты персонала МВФ.
¹Отклонения от тренда (логарифмы).

Коэффициенты успешности прогнозирования цен на основе фьючерсных спредов¹

	Нефть ²	Алюминий ²	Медь ²	Пшеница ³
12-месячные фьючерсы⁴				
1990:М1–2008:М11	0,84 [0,00]			
1998:М1–2008:М11	0,81 [0,00]	0,88 [0,00]	0,93 [0,00]	0,65 [0,00]
24-месячные фьючерсы⁴				
1998:М1–2008:М11	0,87 [0,00]	0,88 [0,00]	0,89 [0,00]	0,68 [0,00]

Источники: Bloomberg Financial Markets; расчеты персонала МВФ.

¹Доля периодов, для которых спред между фьючерсными и спотовыми ценами правильно предсказывал направление фактических изменений цен на предстоящие 12 или 24 месяца, соответственно. Значения в квадратных скобках показывают статистическую значимость коэффициентов успешности (подробнее см. текст).

²Нью-Йоркская товарная биржа.

³Чикагская товарная биржа.

⁴Последнее наблюдение в месяце..

спада, так как другие выгоды (например, мотивированные предосторожностью) снижаются при достижении предельной отдачи по мере увеличения запасов⁵.

Для оценки надежности наклона кривой фьючерсов как предиктора были рассчитаны так называемые коэффициенты успешности прогнозирования цен для нефти, алюминия, меди и пшеницы на основе текущих 12-месячных и 24-месячных спредов фьючерсов (вторая таблица)⁶. Коэффициент показывает, как несколько эти спреды между фьючерсными и спотовыми ценами правильно предсказывали направление фактических изменений цен на эти четыре биржевого товара. Таким образом, текущий спред для нефти West Texas Intermediate в 84 процентах случаев правильно предсказывал будущее изменение цены в пределах 12-месячного временного горизонта. Обычно эти коэффициенты являются статистически значимыми, то есть они предсказывают направление изменения чаще, чем они могли бы его предсказать, если бы фьючерсная цена не имела никакого значения для предсказания будущих спотовых цен. Суммируя вышесказанное, сложившаяся надбавка (контанго) служит полезным сигналом, указывающим на циклическое восстановление цен на биржевые товары.

⁵О динамике запасов и цен на биржевые товары см., в частности, Pindyck (2001).

⁶См. Pesaran and Timmermann (1992).

Когда восстановится спрос на биржевые товары?

Если подходить к вопросу о возобновлении высоких цен на биржевые товары с фундаментальных позиций, то прежде всего необходимо определить, может ли соотношение между спросом и предложением вновь привести к дефициту предложения на рынках и как быстро это может случиться. Учитывая, что спрос в настоящее время ниже объемов производства, а товарные запасы растут, многое зависит от перспектив спроса. Хотя объемы предложения также важны, менее вероятно, чтобы оно стало сдерживающим фактором на ранних этапах следующего подъема в мировой экономике. Причина заключается в том, что несмотря на отсрочку некоторых капиталовложений, в частности связанных с новыми проектами, инвестиции, вероятно, будут сокращаться только постепенно. Расходы на крупные инвестиционные проекты, которые уже в течение какого-то времени осуществляются, будут продолжены, учитывая высокую стоимость задержки и тем более прекращения реализации проектов. В результате, даже при том что производители могут стремиться к сокращению фактических объемов производства — что может сдерживать понижение цены, — мощности будут продолжать нарастать во время спада. При оживлении глобальной экономики избыточные мощности и запасы на ранних этапах смогут удовлетворить растущий спрос, и повышение цены будет главным образом отражать циклическое восстановление стоимости и прибыли, а не ренты, связанной с ограниченностью производственных мощностей.

Для того чтобы оценить перспективы спроса были рассчитаны уравнения простой динамики спроса для тех же четырех биржевых товаров, которые были проанализированы выше: алюминия, меди, нефти и пшеницы⁷. Эти уравнения были затем использованы в прогнозах спроса при допущении сохраняющихся текущих низкий уровней цен в трех сценариях глобального экономического роста: базисном сценарии «Перспектив развития мировой экономики» (ПРМЭ) и двух альтернативных сценариях, а именно сценариях высоких и низких темпов роста (которые выше или ниже базисных темпов на одно стандартное отклонение). С учетом разнородного характера стран уравнения были рассчитаны для трех разных групп: стран с развитой экономикой, крупных стран с формирующимся рынком и развивающихся стран — Бразилии, России, Индии и Китая — и других стран с формирующимся рынком и развивающихся стран.

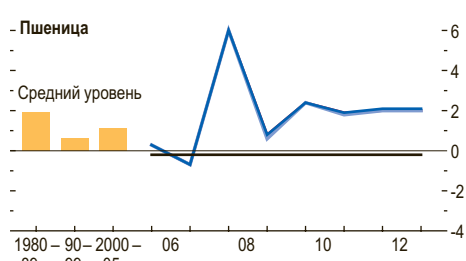
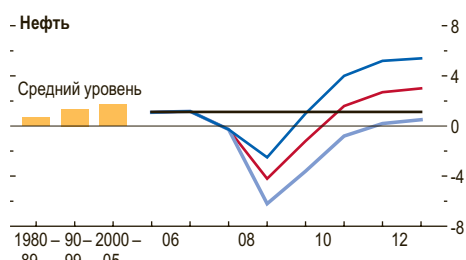
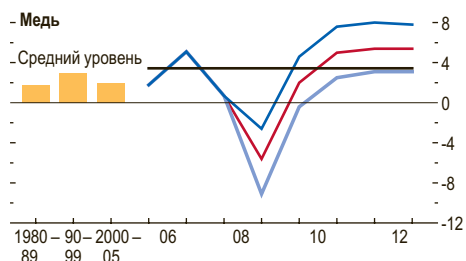
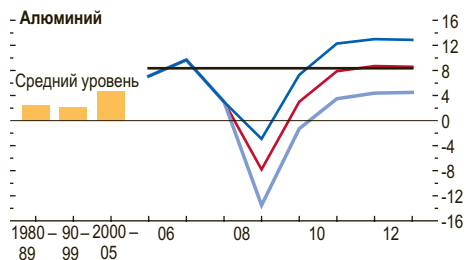
⁷Уравнения включают значения реального ВВП, относительной цены биржевого товара, потребления биржевого товара с лагом и условных переменных для структурных разрывов.

Вставка 1.5 (окончание)

Прогнозы темпов повышения спроса на основные биржевые товары¹

(Изменение в процентах за год)

— Высокий рост — Базисный сценарий
— Низкий рост — Средний уровень 2006–2007 годов



Источник: расчеты персонала МВФ.
¹На графиках показаны прогнозируемые темпы повышения спроса при допущении неизменных цен. Базисный сценарий основан на прогнозах экономического роста по регионам в апрельском выпуске ПРМЭ 2009 года; сценарии высоких и низких темпов экономического роста предполагают, что траектории роста ВВП будут составлять +/- одно стандартное отклонение от базисного сценария.

На основе годовых данных за период 1970–2008 годов были получены следующие результаты.

- Среди четырех биржевых товаров спрос наиболее сильно реагирует на изменения ВВП в случае алюминия и меди, и его эластичность по доходу обычно превышает 1. В случае нефти эластичность по доходу ниже, чем в случае металлов, и обычно она меньше 1. В случае пшеницы эластичность по доходу практически равна нулю во всех группах стран. С точки зрения перспектив спроса конъюнктура, таким образом, должна в первую очередь повыситься на рынках металлов.
 - Модель предсказывает, что при неизменных ценах темпы повышения спроса на алюминий в сценарии высоких темпов экономического роста и в базисном сценарии возвратятся к высокому уровню 2006–2007 годов к 2010 году (второй рисунок). В сценарии низких темпов экономического роста, отражающем более длительную фазу спада в глобальной экономике, темпы увеличения спроса будут оставаться ниже среднего уровня 2006–2007 годов по 2013 год включительно.
 - В случае меди и нефти средние темпы повышения спроса 2006–2007 годов будут вновь достигнуты в 2011 году при базисном сценарии и к 2010 году при сценарии высоких темпов экономического роста. В сценарии низких темпов экономического роста темпы повышения спроса будут вновь оставаться на уровне ниже недавних средних темпов по 2013 год включительно.
 - Сопоставление условно-расчетных траекторий спроса на нефть и производственных мощностей позволяет предположить, что при сценарии высоких темпов экономического роста избыточные мощности вновь сократятся до среднего уровня 1989–2008 годов в 3 млн баррелей в день к 2010 году и достигнут низкого уровня последнего времени к 2011 году. В базисном сценарии избыточные мощности сокращаются более плавно, а высокими на всем протяжении экономического спада.
 - Модель предсказывает, что спрос на пшеницу будет оставаться относительно устойчивым при любом сценарии, что позволяет предположить, что цены на пшеницу будут оставаться высокими на всем протяжении экономического спада.
- Суммируя вышесказанное, сценарии показывают, насколько интенсивность спроса зависит от сроков и устойчивости экономического оживления. Если оживление будет поздним или вялым, восстановление спроса будет медленным, и ограничения, вызванные производственными мощностями, вряд ли создадут повышательное давление на цены раньше 2012–2013 годов.

тельно ликвидными по сравнению с рынками для некоторых других активов, товарные позиции ликвидировались, так как инвесторы стремились увеличить свои авуары в безопасных активах¹¹.

Трудно дать количественное определение масштабов сворачивания инвестиций в биржевые товары во второй половине 2008 года ввиду недостатка данных, а также того обстоятельства, что значительная часть сокращения номинальной стоимости товарных позиций отражала снижение цен на биржевые товары. Что касается товарных активов под управлением, то сокращение позиций в реальном выражении (скорректированных с учетом индекса биржевых товаров МВФ) представляется относительно небольшим (рис. 1.17, вторая часть). Однако произошел заметный сдвиг от внебиржевых индексных товарных позиций к котирующимся на бирже индексным фондам и структурированным продуктам (среднесрочным облигациям). На биржах товарных фьючерсов США в июле–ноябре произошло заметное уменьшение общего открытого интереса, в том числе со стороны некоммерческих участников. С тех пор открытый интерес несколько повысился.

В целом эти сведения указывают на относительно короткий период заметного сворачивания товарных позиций, который длился с сентября по ноябрь. В результате ликвидность рынков товарных фьючерсов снизилась, что, возможно, способствовало резкому усилению изменчивости цен в тот период¹². Однако после того как в декабре началось усиление интереса инвесторов, крупномасштабное сокращение товарных позиций закончи-

¹¹Кроме того, определенную роль сыграло повышение эффективного курса доллара США начиная с осени 2008 года. Как отмечалось во вставке 1.1 апрельского выпуска «Перспектив развития мировой экономики» 2008 года, шоки со стороны доллара США могут серьезно сказываться на ценах на нескоропортящиеся биржевые товары, особенно нефть и металлы.

¹²Некоторые инвесторы, особенно хеджевые фонды, напрямую подвержены риску, связанному с рынками товарных фьючерсов. Возможно более общее косвенное воздействие финансовых инвестиций в биржевые товары на предложение фьючерсов и спрос на них, так как финансовые посредники обычно хеджируют свой риск по позициям во внебиржевых производных товарных инструментах, включая позиции институциональных инвесторов, путем создания компенсирующих позиций на рынках фьючерсов. Ввиду этих взаимосвязей между инвестициями в биржевые товары и рынками фьючерсов финансовые потоки могут оказывать краткосрочное воздействие на цены. Однако сведений, которые однозначно показывали бы, что финансовые инвестиции в биржевые товары оказывают устойчивое воздействие на цены, нет. Более подробно эти вопросы рассматриваются во вставке 3.1 октябрьского выпуска «Перспективы развития мировой экономики» 2008 года.

лось, и главным механизмом, посредством которого финансовые факторы влияют на цены, в настоящее время является их воздействие на деловую активность и глобальный спрос на нефть.

Когда начнут восстанавливаться рынки биржевых товаров?

Рынки биржевых товаров в настоящее время находятся в фазе циклической слабости. Спрос быстро снизился, а реакция предложения на падение цен была медленной, что привело к увеличению запасов. В данный период корректировки спотовые цены в целом снизились в значительно большей степени, чем фьючерсные цены, и кривые основных товарных фьючерсов имели восходящую траекторию, что указывало на то, что рынки ожидают повышения цен в будущем. Подобное «контанго», наблюдавшееся в ходе других недавних эпизодов циклической слабости спроса, служит стимулом для накопления запасов.

Ожидается, что цены на биржевые товары будут оставаться низкими до тех пор, пока глобальная деловая активность будет продолжать замедляться, но затем они должны повыситься при появлении более определенных признаков прохождения поворотной точки в экономическом цикле. Существует определенный потенциал для повышения цен в результате уменьшения предложения, в частности при сокращении производства на менее конкурентных рынках или возникновении неблагоприятных погодных условий, так как уровни запасов некоторых основных продуктов питания остаются низкими в сравнении с предыдущими периодами. Что касается потенциала риска снижения цен, то, несмотря на то что сильное сокращение спроса на биржевые товары уже отражено в текущих ценах, они, вероятно, еще более снизятся в случае более глубокого глобального спада, чем ожидается.

Важнейший вопрос состоит в том, восстановятся ли цены на биржевые товары в среднесрочной перспективе. Как отмечается во вставке 1.5, основные факторы, которые в последние годы поддерживали высокие цены на биржевые товары — продолжающийся быстрый рост спроса на биржевые товары со стороны стран с формирующимся рынком и необходимость привлечения более дорогостоящих источников предложения, — вероятно, вновь проявятся при устойчивом оживлении глобальной экономики. Но даже в этом случае цены вряд ли достигнут крайне высоких уровней, отмечавшихся в 2007 году или первой половине 2008 года. В ближайшее время не ожидается восстановление быстрых темпов

Рисунок 1.18. Изменения на мировом рынке нефти



Источники: Bloomberg Financial Markets; Международное энергетическое агентство; Информационное агентство по энергетике США; расчеты персонала МВФ.

¹СНГ — Содружество Независимых Государств. ОПЕК — Организация стран-экспортеров нефти.

²Включая сжиженный природный газ ОПЕК.

³Диапазон основан на средних значениях для каждого календарного месяца в период 2003–2007 годов и 40-процентном интервале доверия, основанном на отклонениях в этот период.

⁴На основе фьючерсных опционов.

глобального экономического роста, достигнутых в 2003–2007 годах, так как финансовый кризис окажет длительное воздействие на потоки кредита и капитала. Избыточные мощности быстро возросли, и, вероятно, еще большие мощности будут введены в эксплуатацию, что указывает на то, что необходимость в дополнительных мощностях появится позже и будет проявляться более плавно, чем ранее ожидалось.

Рынки нефти

В числе основных рынков первичных биржевых товаров в наибольшей мере быстрым сокращением глобальной деловой активности, начиная с третьего квартала 2008 года, и резким ухудшением краткосрочных глобальных перспектив были затронуты рынки нефти. После того как 11 июля цены на нефть достигли рекордно высокого уровня (как в номинальном, так и реальном выражении), составив 143 долл. за баррель, к концу декабря они обрушились до приблизительно 38 долларов¹³. С тех пор цены в целом стабилизировались в диапазоне 40–50 долл. и в последнее время несколько раз превышали этот уровень (рис. 1.17, четвертая часть).

Изменение динамики цен на нефть в прошлом году совпало с изменением глобального спроса на нефть (таблица 1.3). Хотя в первой половине 2008 года потребление нефти (в годовом исчислении) повысилось приблизительно на 0,8 млн баррелей в день (мбд), в третьем квартале динамика потребления изменилась, и в четвертом оно сократилось на 2,2 мбд (в годовом исчислении). На годовой основе глобальный спрос на нефть сократился в 2008 году на 0,4 мбд, что стало первым его уменьшением с начала 1980-х годов, при том что всего 9 месяцев назад ожидалось его повышение на 1 мбд. Сокращение глобального спроса на нефть полностью объясняется резким замедлением спроса в странах с развитой экономикой (снижение на 1,7 мбд по сравнению со снижением на 0,4 мбд в предыдущем году), особенно в Соединенных Штатах (1,2 мбд) и Японии (0,4 мбд). В странах с формирующимся рынком и других развивающихся странах спрос на нефть в течение 2008 года продолжал расти, хотя и более медленными темпами во всех регионах, кроме Ближнего Востока.

Хотя темпы роста спроса замедлились в 2008 году, производство в период по третий квартал включительно было заметно выше уровней, отмеченных в 2007 году, в основном из-за возросшего произ-

¹³Если не указано иное, под ценой на нефть понимается средняя спотовая цена на нефть МВФ, которая представляет собой простое среднее спотовых цен на нефть West Texas Intermediate, Dated Brent и Dubai Fateh.

Таблица 1.3. Глобальный спрос на нефть и глобальное производство нефти в разбивке по регионам

(В миллионах баррелей в день)

	Изменение в процентах на годовой основе											
	2003–06		2008	2009 Прогн.	2007 II ПГ	2008		2007	2008	2009 Прогн.	2008	
	Среднее	2007				I ПГ	II ПГ				I ПГ	II ПГ
Спрос												
ОЭСР ¹	49,4	49,2	47,5	45,3	49,4	48,1	47,0	-0,8	-3,4	-4,9	-1,9	-4,8
Северная Америка, <i>в том числе</i>	25,2	25,5	24,3	23,3	25,5	24,7	23,9	0,4	-4,8	-4,2	-3,4	-6,3
Соединенные Штаты	20,9	21,0	19,9	19,0	20,2	19,5	19,5	0,0	-5,6	-4,4	-7,3	-3,7
Европа	15,6	15,3	15,2	14,6	15,5	15,0	15,4	-2,4	-0,6	-4,0	0,0	-1,1
Тихоокеанский регион	8,6	8,3	8,0	7,3	8,3	8,3	7,7	-1,6	-3,8	-8,9	-0,6	-7,1
Страны, не входящие в ОЭСР, <i>в том числе</i>	33,5	36,9	38,2	38,3	37,1	38,2	38,1	3,8	3,5	-0,1	4,3	2,7
Китай	6,5	7,5	7,9	7,8	7,6	7,9	7,8	4,6	4,3	-0,8	5,0	3,6
Другие страны Азии	8,7	9,3	9,4	9,4	9,2	9,6	9,1	2,8	1,4	-0,6	3,8	-1,1
Страны бывшего СССР	3,9	4,1	4,2	4,1	4,2	4,1	4,3	1,6	2,3	-2,9	2,4	2,2
Ближний Восток	5,8	6,5	6,9	7,2	6,6	6,8	7,0	4,7	6,4	2,5	5,9	6,8
Африка	2,8	3,1	3,1	3,2	3,1	3,2	3,1	3,8	2,1	0,9	2,4	1,8
Латинская Америка	5,0	5,6	5,9	5,9	5,7	5,8	6,0	5,4	4,4	-0,1	5,1	3,8
Все страны мира	82,8	86,0	85,7	83,4	86,5	86,3	85,1	1,1	-0,4	-2,8	0,8	-1,6
Производство												
ОПЕК (текущий состав) ² , <i>в том числе</i>	33,6	34,9	35,9	—	35,3	36,0	35,8	-0,9	3,0	—	4,7	1,4
Саудовская Аравия	10,2	10,0	10,4	—	10,1	10,4	10,4	-4,4	4,2	—	5,4	3,0
Нигерия	2,5	2,3	2,2	—	2,4	2,1	2,2	-4,8	-7,9	—	-8,0	-7,9
Венесуэла	2,8	2,6	2,6	—	2,6	2,6	2,6	-7,8	-1,2	—	-0,5	-2,0
Ирак	1,8	2,1	2,4	—	2,2	2,4	2,4	9,9	14,0	—	23,9	5,5
Страны, не входящие в ОПЕК, <i>в том числе</i>	49,8	50,7	50,6	50,3	50,5	50,8	50,3	0,8	-0,2	-0,7	-0,2	-0,3
Северная Америка	14,4	14,3	13,9	13,9	14,2	14,1	13,8	0,1	-2,3	0,1	-1,7	-2,8
Бассейн Северного моря	5,4	4,6	4,4	3,9	4,5	4,4	4,3	-5,0	-4,8	-10,7	-5,5	-4,1
Россия	9,4	10,1	10,0	9,7	10,1	10,0	10,0	2,4	-0,8	-2,5	-0,8	-0,9
Другие страны бывшего СССР	2,1	2,7	2,8	2,8	2,7	2,9	2,7	12,1	2,5	1,5	6,5	-1,6
Другие страны, не входящие в ОПЕК	18,6	19,1	19,5	19,9	19,1	19,4	19,6	0,4	2,3	1,6	1,7	2,9
Все страны мира	83,4	85,5	86,5	—	85,8	86,8	86,1	0,1	1,1	—	1,8	0,4
Чистый спрос ³	-0,6	0,5	-0,8	—	0,7	-0,5	-1,0	—	—	—	—	—

Источники: Oil Market Report, International Energy Agency (March 2009); расчеты персонала МВФ.

¹ОЭСР — Организация экономического сотрудничества и развития.

²Включает Анголу (подлежит соблюдению квот с января 2007 года) и Эквадор (вновь присоединился к Организации стран-экспортеров нефти, ОПЕК, в ноябре 2007 года, после того как приостанавливал свое членство с декабря 1992 года по октябрь 2007 года).

³Под чистым спросом понимается разница между спросом и производством. Включает статистическую разницу. Положительное значение указывает на ужесточение рыночного баланса. Под чистым спросом понимается разница между спросом и производством. Включает статистическую разницу. Положительное значение указывает на ужесточение рыночного баланса.

водства в странах Организации стран-экспортеров нефти (ОПЕК). На годовой основе производство нефти в 2008 году увеличилось на 0,8 мбд, что вдвое превышало рост, отмеченный в предыдущем году.

Производство в странах, не входящих в ОПЕК, в 2008 году вновь было ниже прогнозируемого. В отличие от последних нескольких лет, когда производство просто замедлялось, оно в действительности сократилось в течение года в странах, не входящих в ОПЕК, относительно уровней, отмеченных

в 2007 году, так как снижение производства в Северном море и в Мексике не было компенсировано его увеличением в других регионах из-за медленного роста инвестиций в реальном выражении.

За период по третий квартал 2008 года включительно производство в странах ОПЕК было приблизительно на 1,2 мбд выше уровней предыдущего года. Впоследствии, в ответ на ослабление спроса на нефть, ОПЕК принял решение снизить квоты на производство к январю 2009 года в об-

Рисунок 1.19. Изменения на рынках металлов и энергоносителей



Источники: Bloomberg Financial Markets; Всемирное бюро статистики металлургии; расчеты персонала МВФ

¹Спред между ценами фьючерсных контрактов на конец года и последней известной спотовой ценой (на 30 января 2009 года), в процентах.

²Под запасами понимается сумма мировых запасов меди, алюминия, олова, цинка, никеля и свинца, учитываемых Лондонской биржей металлов. Под ценой понимается сложный индекс для этих металлов.

щей сложности на 4,2 мбд. Хотя сокращение производства осуществлялось начиная с октября, его влияние на средний объем производства в четвертом квартале было относительно небольшим (-0,6 мбд). К марту 2009 года сокращение производства в странах ОПЕК относительно базового уровня в сентябре оценивалось в 4,0 мбд, что составляло приблизительно 95 процентов от целевого показателя. В прошлом коэффициент соблюдения квот через шесть месяцев после принятия решения составлял приблизительно 66 процентов. Учитывая данное сокращение производства и ввод в эксплуатацию значительных новых мощностей в 2008 году, избыточные мощности стран ОПЕК были оценены в 6,7 мбд в марте, что почти вдвое превышает средний уровень последних 10 лет.

Ввиду высокого производства и сокращения спроса баланс предложение/спрос резко изменился в 2008 году. В среднем предложение превышало спрос на 0,7 мбд, что означает существенное накопление запасов на глобальном уровне. Как показывают данные о фактических запасах, во второй половине 2008 года запасы начали заметно расти в странах Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), особенно в Соединенных Штатах (рис. 1.18, третья часть). Отражая данное ослабление широких рыночных условий (см. ниже), кривая фьючерсной цены поменялась с обычного депорта на сильное контанго, преобладание которого соответствует стимулам к накоплению запасов.

Краткосрочные перспективы изменения цен зависят от того, в какой степени будут продолжать сокращаться как спрос, так и предложение. Международное энергетическое агентство прогнозирует, что на годовой основе глобальный спрос в 2009 году уменьшится приблизительно на 2,4 мбд, главным образом из-за дальнейшего сокращения спроса в странах ОЭСР. Если уровни производства, достигнутые в марте 2009 года, будут сохраняться на протяжении всего 2009 года, производство в странах ОПЕК будет приблизительно на 3,2 мбд ниже средних уровней 2008 года. Предложение странами, не входящими в ОПЕК, вероятно, несколько уменьшится в 2009 году, так как низкие цены на нефть не только усилили стимулы к отсрочке инвестиционных расходов, но также ослабили стимулы к расходам на техническое обслуживание месторождений (с целью замедлить их естественное ухудшение). Таким образом, в целом предложение, вероятно, сократится сильнее, чем спрос, и ожидается, что конъюнктура на рынке нефти в 2009 году вновь активизируется. Высокий уровень запасов вначале сыграет роль амортизатора, но их эффект

не будет долговременным. В результате этого ожидается, что цены стабилизируются и несколько повысятся во второй половине 2009 года.

В среднесрочной перспективе цены на нефть, вероятно, еще более укрепятся, хотя быстрый возврат к рекордно высоким ценам, отмеченным в первой половине 2008 года, маловероятен, учитывая перспективы более умеренного экономического роста в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах на следующем этапе расширения глобальной экономики. Однако нехватка предложения в нефтяном секторе может проявиться раньше, чем в случае других невозобновляемых биржевых товаров, учитывая отрицательные последствия кризиса на финансовом рынке и низких цен на нефть для капиталовложений¹⁴. Хотя сокращение расходов на инвестиции и техническое обслуживание является общей тенденцией для невозобновляемых биржевых товаров, их последствия для потенциала добычи нефти могут быть более серьезными ввиду относительно высоких темпов ухудшения свойств месторождений в последние годы. Таким образом, для поддержания текущих производственных мощностей требуются соответствующие расходы на инвестиции и техническое обслуживание.

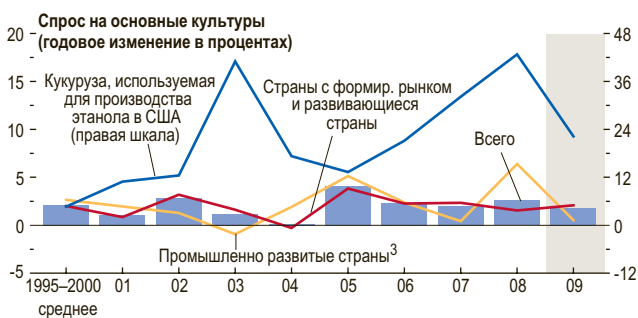
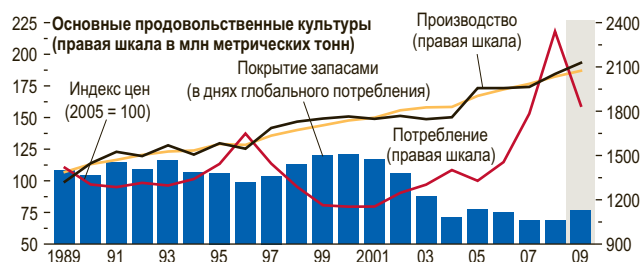
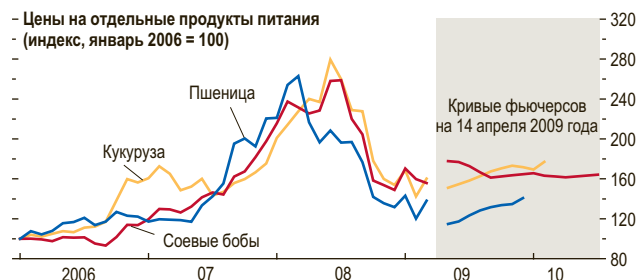
Цены на другие энергоносители

Работа рынков других энергоносителей также была нарушена экономическим спадом. Цены на уголь упали к концу 2008 года более чем на 50 процентов относительно их рекордно высокого в июле (рис. 1.19, верхняя часть) ввиду уменьшения спроса на электроэнергию, а также спроса на уголь со стороны сталелитейной промышленности во всем мире. Что касается предложения, то крупные производители угля начали сокращать добычу, но запасы по-прежнему увеличиваются.

Цены на природный газ в основных регионах были подвержены разным тенденциям. В Соединенных Штатах цены упали более чем на 50 процентов относительно максимума, достигнутого летом 2008 года. Хотя из-за холодной зимы потребление жилищным сектором не сокращалось, спрос со стороны промышленности и электроэнергетики значительно ослаб. Ввиду устойчивого предложения и уменьшения экспорта в Азию запасы природного газа в Соединенных Штатах превысили средние

¹⁴Во вставке 1.5 апрельского выпуска «Перспективы развития мировой экономики» 2008 года рассматриваются причины слабой реакция предложения на высокие цены на нефть во время недавнего бума цен на нефть.

Рисунок 1.20. Последние изменения на рынках основных продовольственных культур¹



Источники: Bloomberg Financial Markets; Министерство сельского хозяйства США; оценки персонала МВФ.

¹Основными продовольственными культурами являются пшеница, кукуруза, рис и соевые бобы.

²Показателем урожайности охватываются кукуруза, рис и пшеница.

³Исключая кукурузу, используемую для производства этанола в США.

уровни последних пяти лет. Напротив, цены на природный газ в Европе продолжали повышаться во второй половине 2008 года, что отражало нарушения поставок, связанные со спорами между Россией и Украиной, при ограниченных возможностях для хранения и импорта сжиженного газа.

Цены на металлы

Цены на металлы, после того как они достигли рекордно высоких уровней весной прошлого года, быстро снизились во второй половине 2008 года, причем цены на ключевые металлы — алюминий, медь и никель — сократились более чем вдвое относительно их пиковых уровней (рис. 1.19, вторая часть). Цены на некоторые металлы несколько восстановились в последнее время, в частности цены на медь и цинк, которые за первый квартал 2009 года выросли более чем на 20 процентов. Однако цены на другие металлы снизились, причем цены на алюминий за тот же период сократились более чем на 10 процентов.

Резкое замедление промышленного производства и строительства в крупных странах с формирующимся рынком, особенно в Китае — наиболее крупном потребителе основных металлов — сильно повлияло на спрос на металлы (рис. 1.19, третья часть). Что касается предложения, то приближение цен к уровню предельных издержек или их падение ниже этого уровня и ужесточение условий кредитования побудили производителей сократить выпуск и уменьшить инвестиции. Тем не менее, сокращение предложения отставало от уменьшения спроса, и запасы металлов в 2008 году удвоились относительно уровней, отмеченных в предыдущем году (рис. 1.19, нижняя часть).

Цены на продовольствие

Цены на продовольствие сократились на 34 процента во второй половине 2008 года, главным образом на кукурузу, сою и пищевые масла (рис. 1.20, верхняя часть). Как и в случае других нетопливных биржевых товаров, снижение цен отражало не только замедление спроса, но и уменьшение стоимости энергоресурсов. Кроме того, важнейшую роль сыграло улучшение условий предложения основных зерновых и масличных семян (рис. 1.20, вторая часть). Последнее отражало увеличение посевных площадей и сборов урожая в ответ на прошлые высокие цены (рис. 1.20, третья часть). Урожайность повысилась благодаря более широкому применению более высококачественных семян и удобрений, а также благоприятным погодным условиям, особенно в крупных производителях пшеницы, таких как Россия и Украина.

Выражается беспокойство тем, что снижающиеся цены и финансовые потрясения могли отрицательно сказаться на перспективах предложения во второй половине 2008 года. В условиях ослабления спроса со стороны стран с формирующимся рынком, уменьшения производства биотоплива при сокращении спроса на бензин и снижения цен на энергоресурсы, а также недостаточного финансирования при ужесточении условий кредитования фермеры во всем мире, как сообщается, уменьшили посевные площади и сократили использование удобрений (рис. 1.20, нижняя часть). Например, согласно прогнозам Министерства сельского хозяйства США, совокупная площадь земель, засеянных восемью основными культурами страны, за 2009–2010 сельскохозяйственный год сократится на 2,8 процента (в годовом исчислении). В то же время запасы ключевых продуктов питания, включая пшеницу, по-прежнему находятся на сравнительно низких уровнях. Эти факторы предложения должны частично компенсировать давление в сторону снижения цен, оказываемое слабым спросом в период спада.

Приложение 1.2. Веерный график глобального экономического роста

Автором данного приложения является Пракаш Каннан; помощь в проведении исследований оказывал Мурад Омоев.

Начиная с апрельского выпуска «Перспектив развития мировой экономики» 2006 года прогнозы глобального экономического роста сопровождаются веерным графиком, иллюстрирующим интервалы доверия в отношении базисных прогнозов на конец года и на следующий год. Веерный график служит главным образом визуальным средством, позволяющим дать ответы на следующие три вопроса.

- Каков базисный прогноз на текущий и последующие годы?
- Какова степень неопределенности в отношении прогноза?
- Каков баланс рисков?

Однако базисный прогноз ПРМЭ основан не на единой формальной модели, а наборе моделей и информированных суждениях страновых экономистов МВФ. Поэтому прогнозы не имеют естественным образом выводимых традиционных показателей интервалов доверия. Для того чтобы достичь большей степени объективности при построении веерного графика, существующая методология была изменена, с тем чтобы можно было использовать информацию, содержащуюся в рыночных по-

казателях, характеризующихся сильными связями с уровнем глобальной экономической активности. Эта информация агрегируется и учитывается при выведении степени неопределенности и баланса рисков в отношении глобального экономического роста. В настоящем приложении приводится краткий обзор новой методологии, а также оценка текущих рыночных показателей рисков в отношении прогноза глобального экономического роста¹⁵.

Для определения оценки рисков участниками рынка были использованы источники информации в диапазоне от показателей, основанных на обследованиях, например, приводимых в Consensus Economics, до рыночных показателей, таких как опционные премии для акций и биржевых товаров. В Consensus Economics ежемесячно приводятся обследования более чем 25 учреждений для публикуемых в издании прогнозов ключевых макроэкономических показателей по широкой подборке стран. Вариационность и асимметричность распределения прогнозов служат подстановочными значениями неопределенности и баланса рисков. Дополнительным преимуществом при использовании показателей, основанных на обследованиях, помимо того, что такие данные легко доступны, служит то, что они позволяют получать количественные показатели распределения рисков, связанных с макроэкономическими переменными, которые не имеют активных рынков, непосредственно связанных с ними. Помимо данных, основанных на обследованиях, в новую методологию была также включена информация, которую заключают в себе опционные премии для акций и биржевых товаров¹⁶.

Для построения диапазона неуверенности вокруг базисных прогнозов глобального экономического роста требуются определенные допущения в отношении базового распределения глобального роста и набора факторов риска, представляющих непосредственный интерес. Как и в предыдущей версии веерного графика, удобным является то допущение, что и глобальный рост, и ключевые факторы риска выводятся из функции двухчастного нормального распределения¹⁷. Двухчастное нормальное распределение широко используется

центральными банками при построении веерных графиков, так как оно отличается простотой расчета функции плотности и возможностью включения асимметрий (см., например, Britton, Fisher, and Whitley, 1998). Асимметрия распределения заключает в себе информацию о балансе рисков, отображаемом веерным графиком.

Считается, что три набора макроэкономических переменных отражает ключевые и имеющие количественное выражение факторы риска, связанные с перспективами глобального экономического роста. Данные обследований или опционных премий для этих переменных используются для построения односторонних перспективных распределений вероятности для этих переменных. Вариационность и асимметричность этих распределений, вместе с взаимосвязью между этими переменными и ростом реального глобального ВВП, затем используются для построения интервалов доверия вокруг прогнозов ПРМЭ в отношении роста реального глобального ВВП. Три набора переменных охватывают: 1) финансовые условия; 2) риск, связанный с ценами на нефть; и 3) риск, связанный с инфляцией. Подстановочными значениями для финансовых условий служат спред условий погашения (измеряемый как долгосрочная минус краткосрочная процентная ставка) и прирост индекса Standard and Poor's (S&P) 500. Данные по финансовым рынкам являются естественно перспективными, и поэтому они могут содержать в себе полезную информацию в отношении перспектив экономического роста. Например, возросшая волатильность цен на активы является признаком возросшей неопределенности и, вероятно, связана с менее благоприятными изменениями темпов экономического роста. Наклон кривой доходности является надежным предиктором спада, так как заключает в себе ожидания в отношении будущей денежно-кредитной политики и инфляции, которые, в свою очередь, указывают на перспективы будущего экономического роста (см. Estrella and Mishkin, 1996). В результате риск снижения наклона спреда условий погашения указывает на риск ухудшения ситуации. Тем временем риск, связанный с ценами на нефть, охватывает риски, которые связаны с базисным прогнозом для цен на нефть, ключевой вводимой информации для прогнозов экономического роста отдельных стран. Наконец, инфляционный риск характеризуется высокой или волатильной динамикой цен, которая может побуждать к агрессивному ужесточению денежно-кредитных условий, что может сдерживать экономический рост.

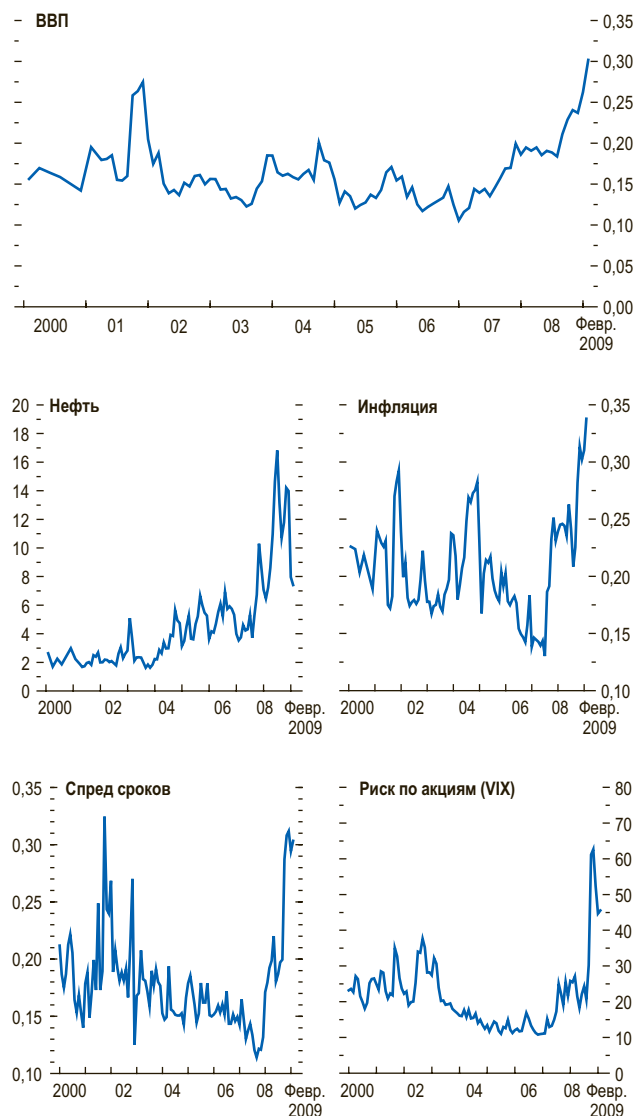
¹⁵ Более подробное обсуждение см. в работе Elekdag and Kannan (2009).

¹⁶ Работа Bahra (1997) служит примером удачного обследования, которое охватывает теоретическую основу различных методологий, используемых для выведения распределения вероятностей из данных об опционных премиях, наряду с их некоторыми другими полезными функциями.

¹⁷ Двухчастное нормальное распределение образуется путем сложения двух половинок двух нормальных распределений, которые имеют различную вариационность, но одина-

ковую медиану. В отношении краткого описания его характеристик см. John (1982).

Рисунок 1.21. Дисперсия прогнозов ВВП и отдельных факторов риска¹



Источники: Consensus Economics; Bloomberg Financial Markets; Опционная биржа при Чикагской товарной бирже; расчеты персонала МВФ.

¹Ряд для ВВП и инфляции измеряет дисперсию (стандартное отклонение) соответственно прогнозов ВВП и инфляции для стран Группы семи, Бразилии, Индии, Китая и Мексики, принимая во внимание ковариацию прогнозов. Ряд для спреда сроков погашения измеряет дисперсию прогнозов спреда сроков (доходность по 10-летним государственным облигациям минус 3-месячная процентная ставка) для Соединенных Штатов, Соединенного Королевства, Германии и Японии. Ряд для цен на нефть измеряет дисперсию перспективных однолетних прогнозов для нефти. Наконец, ряд для риска по акциям представляет собой ряд VIX, который измеряет условно-расчетную волатильность индекса S&P 500.

Информация о распределении трех наборов макроэкономических переменных затем вводится в рост реального ВВП на основе макроэкономических взаимосвязей. Оценочная эластичность темпов глобального экономического роста по стандартизованным оценкам спреда условий погашения, прироста индекса S&P 500, инфляции и ценам на нефть составляет 0,35, 0,15, -0,4, и -0,35, соответственно.

Составляемые для Consensus Economics прогнозы инфляции в Соединенных Штатах, зоне евро, Японии и нескольких ключевых странах с формирующимся рынком были использованы для получения информации об инфляционном риске. Расчеты для факторов риска, связанных со спредом по срокам и ценами на нефть, проводятся аналогичным образом. Однако в случае спреда по срокам используются только данные о наклоне кривых доходности для Соединенных Штатов, Соединенного Королевства, Японии и Германии¹⁸. Наконец, баланс рисков, связанных с фактором риска для рынка акций, выводится путем оценки функции распределения прироста курсов акций, который косвенно отражают данные по опционам «колл» для S&P 500¹⁹.

В предыдущих верных графиках, представленных в «Перспективах развития мировой экономики», использовались исторические погрешности прогнозов глобального экономического роста для одно- и двухлетних временных горизонтов, которые служили показателем базисной степени неопределенности при построении двухчастного нормального распределения. В принципе данный базисный показатель неопределенности может впоследствии увеличиваться или уменьшаться в зависимости от уровня стандартного отклонения факторов риска относительно их исторических уровней. Альтернативным способом включения изменений степени неопределенности относительно исторической погрешности прогноза, который был использован в данном подходе, служит агрегирование дисперсии прогнозов реального ВВП для отдельных стран. Путем сопоставления дисперсий этих отдельных прог-

¹⁸Распределение прогнозов цен на нефть было получено на основе информации Bloomberg Financial Markets путем выделения информации о функции плотности вероятностей на основе опционных премий для плотностей доходности от нефти, имеющих особую форму. Однако проделанная недавно персоналом МВФ работа, в рамках которой налагаются большие ограничения на форму плотности, дала обещающие результаты, которые будут использоваться в будущем в качестве альтернативного показателя.

¹⁹Для оценки нейтральной к риску плотности прироста индекса S&P 500 была использована непараметрическая ограниченная формула оценки, введенная в работе Ait-Sahalia and Duarte (2003).

Таблица 1.4. Базовые потоки в мировой торговле товарами

(В процентах мирового ВВП)

Импортер	Экспортер							
	США	Япония	Зона евро	Страны Азии с формирующимся рынком	Страны Латинской Америки	Страны Европы с формирующимся рынком	Остальные страны мира	Весь импорт
Соединенные Штаты	—	0,27	0,50	1,04	0,57	0,04	1,26	3,68
Япония	0,11	—	0,09	0,44	0,04	0,01	0,43	1,14
Зона евро	0,33	0,14	—	0,76	0,18	0,59	1,74	3,74
Страны Азии с формирующимся рынком	0,41	0,61	0,43	—	0,15	0,05	1,36	3,15
Страны Латинской Америки	0,42	0,06	0,15	0,18	—	0,01	0,16	1,07
Страны Европы с формирующимся рынком	0,03	0,03	0,74	0,16	0,01	—	0,41	1,40
Остальные страны мира	0,82	0,20	1,88	1,02	0,17	0,34	—	4,38
Весь экспорт	2,12	1,31	3,78	3,36	1,06	1,04	4,66	—

Источник: МВФ, «Статистика географической структуры торговли».

нозов экономического роста с их историческими значениями можно получить показатель неопределенности в отношении глобального экономического роста. В ряде исследований, в том числе в работах Kannan and Kohler-Geib (2009) и Prati and Sbracia (2002), делается вывод о том, что дисперсия прогнозов экономического роста является важным предиктором финансовых кризисов.

Текущее распределение прогнозов роста ВВП в ключевых странах, а также выявленных факторов риска указывает на значительно более высокую дисперсию в сравнении с последними годами, что свидетельствует о более высокой степени неопределенности в отношении базисного прогноза, чем в прошлом (рис. 1.21). При построении веерного графика (рис. 1.10) усиление дисперсии прогнозов экономического роста относительно среднего значения за последние 10 лет выражается в более высокой вариационности распределения прогнозов глобального экономического роста посредством пропорционального повышения исторических погрешностей одно- и двухлетних перспективных прогнозов. В данном конкретном случае стандартное отклонение распределения было повышено приблизительно на 80 процентов относительно исторического среднего значения.

Для получения информации о балансе рисков в связи с базисным прогнозом могут также использоваться рыночные индикаторы. Показатель асимметричности служит индикатором направления и степени неуравновешенности прогнозов на основе обследований или распределения

Таблица 1.5. Факторы, объясняющие дополнительное снижение темпов роста выпуска продукции в 2009–2010 годах

Соединенные Штаты		Зона евро	
Дополнительное снижение Международные вторичные эффекты	*	Дополнительное снижение Международные вторичные эффекты	*
Внутренние факторы:	63%	Внутренние факторы:	48%
Финансовый сектор	**	Финансовый сектор	**
Рынок жилья	**	Рынок жилья	**
Фондовые рынки	*	Фондовые рынки	*
Япония		Страны Азии с формирующимся рынком	
Дополнительное снижение Международные вторичные эффекты	*	Дополнительное снижение Международные вторичные эффекты	**
Внутренние факторы:	61%	Внутренние факторы:	78%
Финансовый сектор	**	Финансовый сектор	*
Рынок жилья	*	Рынок жилья	*
Фондовые рынки	*	Фондовые рынки	**
Страны Латинской Америки		Страны Европы с формирующимся рынком	
Дополнительное снижение Международные вторичные эффекты	**	Дополнительное снижение Международные вторичные эффекты	***
Внутренние факторы:	40%	Внутренние факторы:	41%
Финансовый сектор	**	Финансовый сектор	***
Рынок жилья	*	Рынок жилья	***
Фондовые рынки	**	Фондовые рынки	*

Источники: расчеты персонала МВФ; имитационные расчеты в Глобальной макроэкономической модели национального института.

«Дополнительное снижение» представляет собой средневзвешенное значение международных вторичных эффектов и внутренних шоков для спроса.

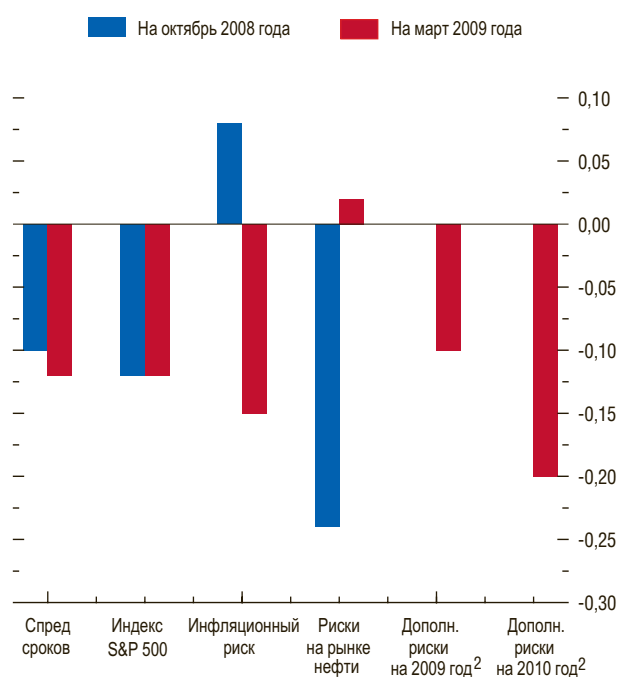
«Международные вторичные эффекты» представляют собой снижение в процентах, объясняемое воздействием международных торговых взаимосвязей.

***— сильный шок относительно базисного прогноза ПРМЭ.

**— умеренный шок относительно базисного прогноза ПРМЭ.

*— мягкий шок относительно базисного прогноза ПРМЭ.

Рисунок 1.22. Баланс рисков, связанных с отдельными факторами риска¹
(В процентных пунктах)



Источники: Consensus Economics; Bloomberg Financial Markets; расчеты персонала МВФ.
¹Гистограммы показывают асимметричность каждого фактора риска на основе либо распределения прогнозов аналитиков, либо распределения, подразумеваемого опционными премиями.
²Дополнительные риски отражают суждения относительно степени воздействия дополнительных не поддающихся количественному определению рисков, отмеченных в основном тексте главы.

ожидаемых будущих изменений цен, отображаемых посредством опционных премий. Последние индикаторы баланса рисков, связанных с финансовыми условиями, рынками акций, инфляцией и ценами на нефть, в совокупности указывают на риск снижения темпов глобального экономического роста (рис. 1.22). Отрицательная асимметричность прогнозов наклона кривой доходности и отрицательная асимметричность, подразумеваемая опционными премиями для S&P 500, указывают на сохранение напряженных условий на финансовых рынках. Отрицательная асимметричность распределения прогнозов инфляции частично отражает ограниченные возможности для дальнейшего ослабления денежно-кредитной политики. Тем временем рыночные индикаторы рисков, связанных с шоками цен на нефть в следующем году, как представляется, приблизительно сбалансированы и имеют небольшую положительную асимметричность.

Включение рыночных индикаторов в структуру веерного графика является шагом к использованию объективного анализа в качестве отправной точки при измерении баланса рисков и уровня неопределенности, присущих базисному прогнозу глобального экономического роста. Однако, начиная с этого момента, могут вводиться субъективные суждения для отражения других важных факторов риска. Действительно, как четко показано на рисунке 1.22, вводится дополнительный фактор суждений в отношении общего баланса риска, связанного с прогнозами глобального экономического роста на этот и следующий годы. Этот дополнительный фактор суждений призван охватить некоторые риски, выделенные в основном тексте, но которым не легко дать количественное определение.

Приложение 1.3. Допущения, лежащие в основе сценария снижения темпов экономического роста

Автором данного приложения является Дирк Муир.

Представленный в данной главе сценарий снижения темпов экономического роста был разработан с использованием глобальной макроэкономической модели — Глобальной макроэкономической модели национального института (НИГЕМ) — на основе различных допущений. Ключевым компонентом сценария служит распространение вторичных эффектов с одного региона на другой. Они основаны на торговых потоках, указанных в таблице 1.4.

С помощью информации, приводимой в этой таблице, в модели была осуществлена раскладка дополнительного снижения темпов роста выпуска продукции, происходящего в рамках этого сценария в сопоставлении с базисным сценарием ПРМЭ, на международные вторичные эффекты и последствия внутренних шоков в каждом регионе (таблица 1.5). Рассматриваются три вида внутренних шоков: 1) дополнительный финансовый стресс, усиливающий ограничение кредита; 2) более глубокая коррекция на рынках жилья, сказывающаяся на инвестициях в жилье и частном потреблении; и 3) сильное снижение курсов акций, означающее более ограниченное частное потребление. Каждый из этих шоков применяется к каждому региону с одной из трех степеней интенсивности — мягкий шок, умеренный шок или сильный шок — относительно базисного прогноза ПРМЭ.

Рассмотрим случай Соединенных Штатов. На международные вторичные эффекты приходится 63 процента дальнейшего снижения ВВП в 2009 и 2010 годах. Остальные 37 процентов обусловлены шоками, связанными с внутренним спросом. Имеют место дополнительные умеренные шоки в финансовом и жилищном секторах, а также дополнительный мягкий шок на фондовых рынках. В совокупности с международными вторичными эффектами дополнительное снижение в Соединенных Штатах является относительно мягким.

Итак, учитывая вышесказанное, мягкое снижение, в сопоставлении с базисным прогнозом ПРМЭ, рассматривается в случае Соединенных Штатов, зоны евро и Японии. Страны Азии и Латинской Америки с формирующимся рынком стоят перед лицом умеренного снижения, причем в странах Азии с формирующимся рынком доминируют международные вторичные эффекты. Страны Европы с формирующимся рынком переживают дополнительное сильное снижение, вызванное крупными шоками в финансовом секторе и на рынке жилья и лишь мягким шоком на рынке акций.

Наконец, имеют место два глобальных шока. Во-первых, в 2009 и 2010 годах во всем мире сокращаются объемы торговли, в среднем на 10–15 процентов относительно базисного прогноза. Во-вторых, в 2009 году цена на нефть дополнительно понижается на 15 процентов, и к концу 2010 года она оказывается на 20 процентов ниже, чем в базисном прогнозе.

Литература

- Ait-Sahalia, Yacine, and Jefferson Duarte, 2003, “Nonparametric Option Pricing under Shape Restrictions,” *Journal of Econometrics*, Vol. 116, pp. 9–47.
- Altman, Edward I., 1968, “Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy,” *Journal of Finance*, Vol. 23, No. 4 (September), pp. 589–609.
- Bahra, Bhupinder, 1997, “Implied Risk-neutral Probability Density Functions From Option Prices: Theory and Application,” Bank of England Working Paper No. 66 (London: Bank of England).
- Bernanke, Ben S., 2005, “The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit,” remarks at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia, April 14.
- , 2009, “The Crisis and the Policy Response,” speech at the Stamp Lecture, London School of Economics, London, United Kingdom, January 13.
- Blanchard, Olivier, Francesco Giavazzi, and Filipa Sa, 2005, “International Investors, the U.S. Current Account, and the Dollar,” *Brookings Papers on Economic Activity: 1*, pp. 1–49.
- Britton, Erik, Paul Fisher, and John Whitley, 1998, “The Inflation Report Projections: Understanding the Fan Chart,” Bank of England *Quarterly Bulletin* (February), pp. 30–37.
- Caballero, Ricardo, Emmanuel Farhi, and Pierre-Olivier Gourinchas, 2008, “An Equilibrium Model of ‘Global Imbalances’ and Low Interest Rates,” *American Economic Review*, Vol. 98, No. 1 (March), pp. 358–93.
- Caballero, Ricardo, and Arvind Krishnamurthy, 2008, “Global Imbalances and Financial Fragility,” manuscript.
- Cashin, Paul, and C. John McDermott, 2002, “The Long-Run Behavior of Commodity Prices: Small Trends and Big Variability,” *IMF Staff Papers*, Vol. 49, No. 2, pp. 175–99 (Washington: International Monetary Fund).
- , and Alasdair Scott, 2002, “Booms and Slumps in World Commodity Prices,” *Journal of Development Economics*, Vol. 69 (October), pp. 277–96.
- Claessens, Stijn, M. Ayhan Kose, and Marco E. Terrones, 2008, “What Happens during Recessions, Crunches, and Busts?” IMF Working Paper 08/274 (Washington: International Monetary Fund).

- Clinton, Kevin, Marianne Johnson, Ondra Kamenik, and Douglas Laxton, forthcoming, "Assessing Deflation Risks in the G3 Economies under Alternative Monetary and Fiscal Policies," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Cooper, Richard N., 2008, "Global Imbalances: Globalization, Demography, and Sustainability," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 22, No. 3, pp. 93–112.
- Cuddington, John T., 2007, "Calculating Long-Term Trends in the Real Prices of Primary Commodities: Deflator Adjustment and the Prebisch-Singer Hypothesis," CSM Working Paper (Boulder, Colorado: Colorado School of Mines).
- de Larosière Group, 2009, "The High-Level Group on Financial Supervision in the EU" (Brussels, February 25).
- Decressin, Jörg, and Douglas Laxton, 2009, "Gauging Risks for Deflation," IMF Staff Position Note 09/01 (Washington: International Monetary Fund).
- Dooley, Michael, David Folkerts-Landau, and Peter Garber, 2004, "The U.S. Current Account Deficit and Economic Development: Collateral for a Total Return Swap," NBER Working Paper No. 10727 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Elekdag, Selim, and Prakash Kannan, 2009, "Taking Apart the Fan Chart" (unpublished; Washington: International Monetary Fund).
- Estrella, Arturo, and Frederic S. Mishkin, 1996, "The Yield Curve as a Predictor of U.S. Recessions," *Current Issues in Economics and Finance*, Vol. 2, No. 7, pp. 1–6.
- Faruqee, Hamid, and Jaewoo Lee, 2008, "Global Dispersion of Current Accounts: Is the Universe Expanding?" paper presented at the 2006 American Economic Association Meetings.
- Grilli, Enzo, and Maw Cheng Yang, 1988, "Primary Commodity Prices, Manufactured Goods Prices, and the Terms of Trade of Developing Countries: What the Long Run Shows," *The World Bank Economic Review*, Vol. 2, No. 1, pp. 1–47.
- Group of 30, 2009, "Financial Reform: A Framework for Financial Stability" (Washington: The Group of Thirty).
- International Monetary Fund (IMF), 2007, Press Release 07/72 on the Conclusion of Multilateral Consultations (Washington).
- , 2009a, "Initial Lessons of the Crisis," IMF Policy Paper (Washington). Available at www.imf.org/external/pp/longres.aspx?id=4315.
- , 2009b, "Initial Lessons of the Crisis for the Global Architecture and the IMF," IMF Policy Paper. Available at www.imf.org/external/pp/longres.aspx?id=4315.
- , 2009c, "Lessons of the Global Crisis for Macroeconomic Policy," IMF Policy Paper. Available at www.imf.org/external/pp/longres.aspx?id=4315.
- , 2009d, "Lessons of the Financial Crisis for Future Regulation of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management," IMF Policy Paper. Available at www.imf.org/external/pp/longres.aspx?id=4315.
- , 2009e, "The State of Public Finances: Outlook and Medium-Term Policies After the 2008 Crisis," IMF Policy Paper. Available at www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/030609.pdf.
- , 2009f, "Stocktaking of the G-20 Responses to the Global Banking Crisis," IMF Staff Note (Washington, March 19). Available at www.imf.org/external/np/g20/031909b.htm.
- , forthcoming, "India's Corporate Sector: Coping with the Global Financial Tsunami," *India: Selected Issues*, IMF Country Report (Washington).
- John, S., 1982, "The Three-Parameter Two-Piece Normal Family of Distributions and Its Fitting," *Communications in Statistics—Theory and Methods*, Vol. 11, pp. 879–85.
- Kannan, Prakash, and Frederike Kohler-Geib, 2009, "The Uncertainty Channel of Contagion" (unpublished; Washington: International Monetary Fund).
- Lane, Philip R., and Gian Maria Milesi-Ferretti, 2006, "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004," IMF Working Paper 06/69 (Washington: International Monetary Fund).
- Milesi-Ferretti, Gian Maria, 2008, "Fundamentals at Odds? The U.S. Current Account Deficit and the Dollar," *Economic Notes*, Banca Monte dei Paschi di Siena SpA, Vol. 37, No. 3, pp. 259–81.
- , 2009, "Changing Fortunes," *Finance and Development*, Vol. 46, No. 1 (March), pp. 20–22.
- Obstfeld, Maurice, and Kenneth Rogoff, 2005, "Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments," *Brookings Papers on Economic Activity*: 1, pp. 67–123.
- , 2007, "The Unsustainable U.S. Current Account Deficit Revisited," in *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, ed. by Richard H. Clarida, (Chicago: University of Chicago Press), pp. 339–66.

- Pesaran, M. Hashem, and Allan Timmermann, 1992, "A Simple Nonparametric Test of Predictive Performance," *Journal of Business and Economic Statistics*, Vol. 10, No. 4 (October), pp. 561–65.
- Pfaffenzeller, Stephan, Paul Newbold, and Anthony Rayner, 2007, "A Short Note on Updating the Grilli and Yang Commodity Price Index," *The World Bank Economic Review*, Vol. 21, No. 1, pp. 151–63.
- Pindyck, Robert S., 1999, "The Long-Run Evolution of Energy Prices," *Energy Journal*, Vol. 20, No. 2 (April), pp. 1–27.
- , 2001, "The Dynamics of Commodity Spot and Futures Markets: A Primer," *Energy Journal*, Vol. 22, No. 3 (August), pp. 1–29.
- Prati, Alessandro, and Massimo Sbracia, 2002, "Currency Crises and Uncertainty About Fundamentals," IMF Working Paper 02/3 (Washington: International Monetary Fund).
- Spilimbergo, Antonio, Steven Symansky, Olivier Blanchard, and Carlo Cottarelli, 2008, "Fiscal Policy for the Crisis," IMF Staff Position Note 08/01 (Washington: International Monetary Fund).
- U.S. Treasury and Federal Reserve, 2008, "Report on Foreign Portfolio Holdings of U.S. Securities, as of June 30, 2007" (New York: Federal Reserve Bank of New York), April.

В настоящей главе рассматривается вопрос о том, как глобальный кризис влияет на различные регионы мировой экономики. Соединенные Штаты находятся в эпицентре кризиса и в разгаре тяжелой рецессии, которая явилась результатом сокращения кредита, обвала цен на жилье и акции, и значительной неопределенности. Эти три шока также в различной степени сказываются на остальных странах мира. Азия практически не имела позиций по американским активам, связанным с ипотеками, но несет серьезный ущерб в связи с замедлением глобальной торговли, учитывая ее сильную зависимость от экспорта товаров обрабатывающей промышленности. В Европе, как и в США, финансовой системе был нанесен тяжелый удар, корректировка на рынке жилья усиливается, а промышленное производство страдает от резкого сокращения спроса на товары длительного пользования. Европейские страны с формирующимся рынком и страны Содружества Независимых Государств (СНГ) из-за сильной зависимости от притоков капитала для поддержания экономического роста в целях достижения уровней стран Запада, несут тяжелые потери, причем во многих странах СНГ проблемы усугубляются снижением цен на биржевые товары. В Латинской Америке и Карибском бассейне негативные последствия кризиса передаются как по торговым, так и по финансовым каналам, и усиливаются из-за падения цен на биржевые товары. Страны Ближнего Востока страдают в основном из-за снижения цен на энергоресурсы, а в странах Африки достигнутые ценной больших усилий успехи находятся под угрозой из-за снижения цен на нефть и потенциального ослабления притоков помощи.

США пытаются разрешить финансовые проблемы, лежащие в основе кризиса

Крупнейший финансовый кризис со времен Великой депрессии привел США в состояние глубокого спада. Несмотря на резкое снижение ставок интервенции, кредит является исключительно дорогостоящим или труднодоступным для многих домашних хозяйств и фирм, что обусловлено серьезными затруднениями, испытываемыми финансовыми организациями. Кроме того, население страдает от крупных потерь финансовых

и жилищных активов (вставка 2.1), значительно ухудшения перспектив получения доходов и повышенной неопределенности относительно сохранения рабочих мест; все эти факторы снижают потребительскую уверенность до рекордно низких уровней. Эти шоки привели к сокращению потребления; норма сбережений населения, снижавшаяся в течение двух десятилетий, резко повысилась — до более 4 процентов в феврале 2009 года с примерно ¼ процента годом раньше (рис. 2.1).

Прогресс в нормализации финансовых условий был значительно более медленным, чем представлялось несколько месяцев назад. Финансовые рынки несколько стабилизировались с момента краха Lehman Brothers и оказания экстренной помощи страховой компании American International Group (AIG) в сентябре, но они остаются в состоянии тяжелого стресса, несмотря на беспрецедентные действия правительства. Межбанковские рынки по-прежнему неустойчивы, и спреды остаются на уровнях значительно выше нормы. Несмотря на некоторое улучшение в последние недели, фондовые рынки остаются на уровне более чем на 40 процентов ниже пиковых значений, что связано с ухудшением экономических перспектив и резким снижением курсов акций финансовых компаний под влиянием крупных убытков и сомнений относительно платежеспособности. Доллар значительно укрепился в результате оттока инвестиций в более надежные государственные облигации по мере того, как другие страны оказывались все глубже втянутыми в кризис.

Реальный ВВП сократился на 6,3 процента в четвертом квартале 2008 года, и последние данные свидетельствуют о дополнительном значительном сокращении в первом квартале 2009 года. Наблюдались некоторые предварительные признаки улучшения предпринимательских настроений и укрепления потребительского спроса, но занятость продолжала быстро снижаться — с декабря 2007 года было потеряно 5,1 млн рабочих мест, в результате чего в марте уровень безработицы повысился до более 8,5 процента. Денежно-кредитная политика была быстро смягчена в ответ на ухудшающиеся экономические условия, и ставки интервенции в настоящее время близки к нулю. Но дезорганизация кредитных рынков подрывает эффективность снижения ставок. Возможности для дальнейших

Рисунок 2.1. США — эпицентр кризиса

Снижение благосостояния, узкие кредитные рынки и повышенная неопределенность относительно сохранения рабочих мест и заработков сдерживают частный спрос. Сокращение производства и занятости приводит к сокращению выплаты кредитов. Ущерб, причиненный банковским балансам, ограничивает доступ к кредиту, действуя через обратную связь на частные инвестиции и потребление.



Источники: Haver Analytics; рейтинги агентства «Fitch»; Совет директоров Федеральной резервной системы; оценки персонала МВФ.
 1 Рост реального потребления и норма сбережения выражены в процентах; чистая стоимость активов населения представлена в отношении к располагаемому доходу.
 2 Индекс: 1 кв. 2002 года = 100. Национальная ассоциация риэлтеров (НАР): трехмесячная скользящая средняя 123-месячного процентного изменения; Федеральное агентство по жилищному финансированию (ФАЖФ).
 3 Квартальное изменение в процентах.
 4 Квартальное изменение в совокупных фондах оплаты труда в несельскохозяйственных секторах, в тысячах.
 5 Индекс задержки платежей по первоклассным кредитным картам агентства Fitch.
 6 Все ряды данных взяты из Обследования мнений старших сотрудников кредитных отделов.

CIL: банки ужесточают коммерческие и промышленные кредиты (КПК) крупным фирмам; CNC: банки ужесточают стандарты потребительских кредитных карт; CNM: банки ужесточают стандарты ипотек физическим лицам; CNMS: банки ужесточают стандарты непервоклассных ипотек физическим лицам; CNMP: банки ужесточают стандарты первоклассных ипотек физическим лицам; SSD: чистая процентная доля внутренних респондентов, сообщающих о более высоком спросе на КПК по малым фирмам; SLR: чистая процентная доля внутренних респондентов, увеличивающих спреды ставок по кредитам сверх стоимости средств для банков применительно к малым фирмам.

традиционных мер денежно-кредитной политики фактически исчерпаны, поэтому Федеральная резервная система, начиная с прошлой осени, решительно перешла к использованию альтернативных средств либерализации условий кредита и готова не только изменить структуру своего баланса, но и резко увеличить его размеры. Был введен широкий набор новых механизмов, с тем чтобы обеспечить потоки кредита по всей финансовой системе, в том числе в целях оживления рынков ценных бумаг, обеспеченных широким набором потребительских кредитных активов¹. В середине марта Федеральная резервная система объявила о планах покупки долгосрочных ценных бумаг Казначейства США и увеличения покупок гарантированных агентствами ценных бумаг, обеспеченных ипотекой, и необеспеченных агентских долговых обязательств.

В настоящее время прогнозируется, что в 2009 году экономика сократится на 2,8 процента, даже несмотря на ожидаемое замедление темпа этого сокращения во втором квартале и последующие периоды благодаря поддержке потребительского спроса за счет ослабления налогово-бюджетной политики и снижения темпов товарно-материальных запасов (таблица 2.1). При условии предоставления бюджетных стимулов (эквивалентных примерно 5 процентам ВВП) в 2009–2011 годы, продолжающегося либерального курса денежно-кредитной политики, принятия мер по стабилизации цен на жилье и ограничения числа отчуждений заложенной недвижимости, а также новых мер политики по улучшению состояния финансового сектора (см. ниже), прогнозируется, что возобновление подъема экономики начнется к середине 2010 года. По прогнозу, средний темп роста ВВП в 2010 году составит 0 процентов (при расчете за период между четвертыми кварталами темп роста прогнозируется на уровне 1,5 процента). Этот прогноз сопряжен с рисками превышения прогноза, так как финансовые условия могут восстановиться быстрее, чем предполагается. Однако существуют значительные риски снижения темпов, связанные с возможностью дальнейшего усиления негативного взаимодействия между реальным и финансовым сектором экономики: ситуация в секторе жилья может

¹ Федеральная резервная система создала механизм кредитования инвестиций в срочные ценные бумаги, обеспеченные активами (TALF), который позволяет ей предоставлять кредиты без права регресса инвесторам, вкладывающим средства в ценные бумаги, обеспеченные различными потребительскими ссудами (например, ссудами на покупку автомобилей и студенческими ссудами), тем самым фактически обеспечивая ликвидность и защиту от убытков по ссудам.

Таблица 2.1. Страны с развитой экономикой: реальный ВВП, потребительские цены и безработица¹*(Годовое изменение в процентах и процентная доля рабочей силы)*

	Реальный ВВП				Потребительские цены				Безработица			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
Страны с развитой экономикой	2,7	0,9	-3,8	0,0	2,2	3,4	-0,2	0,3	5,4	5,8	8,1	9,2
Соединенные Штаты	2,0	1,1	-2,8	0,0	2,9	3,8	-0,9	-0,1	4,6	5,8	8,9	10,1
Зона евро ²	2,7	0,9	-4,2	-0,4	2,1	3,3	0,4	0,6	7,5	7,6	10,1	11,5
Германия	2,5	1,3	-5,6	-1,0	2,3	2,8	0,1	-0,4	8,4	7,3	9,0	10,8
Франция	2,1	0,7	-3,0	0,4	1,6	3,2	0,5	1,0	8,3	7,8	9,6	10,3
Италия	1,6	-1,0	-4,4	-0,4	2,0	3,5	0,7	0,6	6,1	6,8	8,9	10,5
Испания	3,7	1,2	-3,0	-0,7	2,8	4,1	0,0	0,9	8,3	11,3	17,7	19,3
Нидерланды	3,5	2,0	-4,8	-0,7	1,6	2,2	0,3	1,1	3,2	2,8	4,1	5,0
Бельгия	2,6	1,1	-3,8	0,3	1,8	4,5	0,5	1,0	7,5	6,8	9,5	10,5
Греция	4,0	2,9	-0,2	-0,6	3,0	4,2	1,6	2,1	8,3	7,6	9,0	10,5
Австрия	3,1	1,8	-3,0	0,2	2,2	3,2	0,5	1,3	4,4	3,8	5,4	6,2
Португалия	1,9	0,0	-4,1	-0,5	2,4	2,6	0,3	1,0	8,0	7,8	9,6	11,0
Финляндия	4,2	0,9	-5,2	-1,2	1,6	3,9	1,0	1,1	6,8	6,4	8,5	9,3
Ирландия	6,0	-2,3	-8,0	-3,0	2,9	3,1	-0,6	1,0	4,5	6,1	12,0	13,0
Словацкая Республика	10,4	6,4	-2,1	1,9	1,9	3,9	1,7	2,3	11,0	9,6	11,5	11,7
Словения	6,8	3,5	-2,7	1,4	3,6	5,7	0,5	1,5	4,9	4,5	6,2	6,1
Люксембург	5,2	0,7	-4,8	-0,2	2,3	3,4	0,2	1,8	4,4	4,4	6,8	6,0
Кипр	4,4	3,7	0,3	2,1	2,2	4,4	0,9	2,4	3,9	3,7	4,6	4,3
Мальта	3,6	1,6	-1,5	1,1	0,7	4,7	1,8	1,7	6,4	5,8	6,9	7,6
Япония	2,4	-0,6	-6,2	0,5	0,0	1,4	-1,0	-0,6	3,8	4,0	4,6	5,6
Соединенное Королевство ²	3,0	0,7	-4,1	-0,4	2,3	3,6	1,5	0,8	5,4	5,5	7,4	9,2
Канада	2,7	0,5	-2,5	1,2	2,1	2,4	0,0	0,5	6,0	6,2	8,4	8,8
Корея	5,1	2,2	-4,0	1,5	2,5	4,7	1,7	3,0	3,3	3,2	3,8	3,6
Австралия	4,0	2,1	-1,4	0,6	2,3	4,4	1,6	1,3	4,4	4,3	6,8	7,8
Тайвань, провинция Китая	5,7	0,1	-7,5	0,0	1,8	3,5	-2,0	1,0	3,9	4,1	6,3	6,1
Швеция	2,6	-0,2	-4,3	0,2	1,7	3,3	-0,2	0,0	6,1	6,2	8,4	9,6
Швейцария	3,3	1,6	-3,0	-0,3	0,7	2,4	-0,6	-0,3	2,5	2,7	3,9	4,6
САР Гонконг	6,4	2,5	-4,5	0,5	2,0	4,3	1,0	1,0	4,0	3,5	6,3	7,5
Чешская Республика	6,0	3,2	-3,5	0,1	2,9	6,3	1,0	1,6	5,3	4,2	5,5	5,7
Норвегия	3,1	2,0	-1,7	0,3	0,7	3,8	1,5	1,9	2,5	2,6	3,7	4,7
Сингапур	7,8	1,1	-10,0	-0,1	2,1	6,5	0,0	1,1	2,1	3,1	7,5	8,6
Дания	1,6	-1,1	-4,0	0,4	1,7	3,4	-0,3	0,0	2,7	1,7	3,2	4,5
Израиль	5,4	3,9	-1,7	0,3	0,5	4,7	1,4	0,8	7,3	6,0	7,5	7,7
Новая Зеландия	3,2	0,3	-2,0	0,5	2,4	4,0	1,3	1,1	3,6	4,1	6,5	7,5
Исландия	5,5	0,3	-10,6	-0,2	5,0	12,4	10,6	2,4	1,0	1,7	9,7	9,3
<i>Для справки</i>												
Основные страны с развитой экономикой	2,2	0,6	-3,8	0,0	2,1	3,2	-0,4	0,0	5,4	5,9	8,0	9,3
Новые индустриальные страны Азии	5,7	1,5	-5,6	0,8	2,2	4,5	0,4	2,0	3,4	3,5	4,9	4,9

¹В тех случаях, когда страны приведены не в алфавитном порядке, они перечислены в зависимости от размеров их экономики.²На основе гармонизированного индекса потребительских цен Евростата.

продолжать ухудшаться, дальнейшее снижение цен на активы может усугубить проблемы неплатежеспособности банков и привести к еще большему сокращению доступности кредита, дефляция может увеличить бремя реального долга, а спрос со стороны других стран может ослабнуть в большей степени, чем ожидается.

Перспективы коренным образом зависят от инициатив экономической политики, направленных на смягчение остроты рецессии и содействие подъему.

Наиболее неотложным вопросом политики является оздоровление основных финансовых организаций. В то же время важно стимулировать частный спрос (не только ради прямых эффектов, но и для того, чтобы разорвать цикл, создаваемый падающими ценами на активы, растущими убытками финансовых организаций и более ограниченным кредитом); уменьшить риск чрезмерного снижения цен на активы, в особенности цен на жилье; и снизить неопределенность, с которой сталкиваются домашние

Вставка 2.1. Исчезновение богатства домашних хозяйств

Финансовый кризис уничтожил богатство населения во многих странах с развитой экономикой. Стремительное падение цен на активы на рынках акций, облигаций и жилья уменьшило стоимость финансовых и жилищных активов и чистую стоимость активов домашних хозяйств¹. Например, только во время первых трех кварталов 2008 года стоимость финансовых активов населения снизилась примерно на 8 процентов в США и Соединенном Королевстве, почти на 6 процентов в зоне евро и на 5 процентов в Японии. С обвалом на фондовых рынках в последнем квартале 2008 года финансовое богатство домашних хозяйств еще больше сократилось, например, в США дополнительно на 10 процентов. Одновременно уменьшилась также стоимость жилищных активов в соответствии со снижающимися ценами на жилье, особенно в США и Соединенном Королевстве.

Резкое снижение благосостояния населения вызывает ряд вопросов: насколько уязвимыми были балансы домашних хозяйств в странах до кризиса? Каковы основные каналы, по которым изменения балансов могут влиять на реальный сектор? Каковы вероятные последствия для экономики в этот раз? Цель настоящей вставки заключается в том, чтобы ответить на вышеуказанные вопросы, используя имеющиеся данные и факты по этой теме.

Какова была исходная позиция?

В странах с развитой экономикой домашние хозяйства встретили финансовый кризис, имея более высокую стоимость имущества, но также более уязвимые балансы с более высокой долей заемных средств.

- В 2002–2006 годах чистая стоимость активов населения в четырех крупнейших странах с развитой экономикой существенно возросла (первый рисунок)². Что касается активов, параллельно с ценами на активы валовая стоимость финансовых и жилищных активов (в процентах от располагаемого дохода) увеличилась более чем на 100 процентных пунктов

Основным автором настоящей вставки является Петя Коева Брукс.

¹Чистая стоимость активов определяется как общая сумма активов (жилищных и финансовых) минус финансовые обязательства.

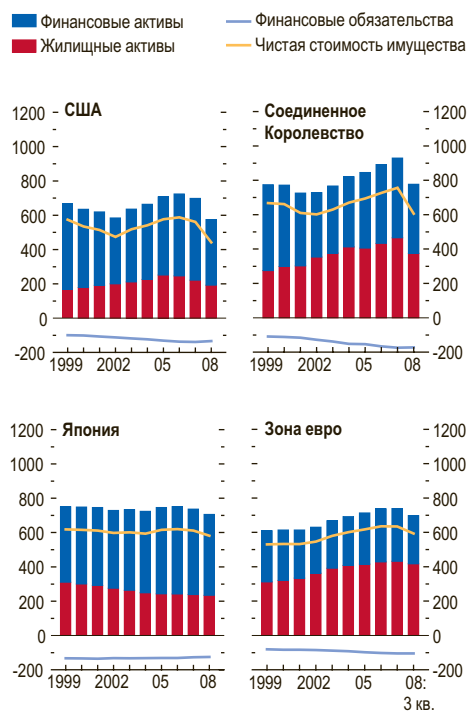
²В процентах от располагаемого дохода чистая стоимость активов в 2002–2006 годы возросла на 114 процентных пункта в США, 125 процентных пункта в Соединенном Королевстве и 23 процентных пункта в Японии.

в США, зоне евро и Соединенном Королевстве. Что касается обязательств, валовые финансовые обязательства в этих трех странах возросли примерно на 20–40 процентных пунктов и остались в целом без изменений в Японии.

- Возросшие активы домашних хозяйств в сочетании с их структурой предполагали более вы-

Активы, обязательства и чистая стоимость имущества населения

(В процентах валового располагаемого дохода)



Источники: Банк Японии; Аппарат Кабинета (Япония); Европейский центральный банк; Евростат, Управление национальной статистики; Haver Analytics; оценки персонала МВФ.

¹Данные охватывают домашние хозяйства и некоммерческие организации в США, а также домашние хозяйства и некоммерческие организации, обслуживающие домашние хозяйства, в зоне евро, Соединенном Королевстве и Японии. Данные о жилищных активах относятся к стоимости жилых помещений в США; стоимости недвижимого имущества в Соединенном Королевстве; жилищных активах по текущей восстановительной стоимости в зоне евро; и материальных произведенных активов (кроме рыболовецких хозяйств) домашних хозяйств и частных некорпоративных предприятий в Японии. Данные о жилищных активах представляют собой оценки за 2007 и 2008 год по Японии и за 2008 год в зоне евро и Соединенном Королевстве, составленные на основе наблюдаемых изменений цен на жилье. Данные по США, Соединенному Королевству и Японии имеются до 4 квартала 2008 года; данные по зоне евро — до 3 квартала 2008 года.

сокую общую уязвимость по отношению к шокам цен на акции и жилье, при этом между странами были значительные различия. Общая структура активов показывает, что валовая стоимость активов населения больше зависит от жилищных активов в Соединенном Королевстве и зоне евро и от финансовых активов в США и Японии (см. первый рисунок). Что касается структуры финансовых активов, наиболее заметной является большая доля депозитов, хранимых населением Японии. Взятые вместе, эти наблюдения позволяют предположить, что с относительной точки зрения, население США было более уязвимым к шокам цен на акции, а население Соединенного Королевства — к шокам цен на жилье.

- В балансах домашних хозяйств в целом большую долю стали занимать заемные средства (второй рисунок). В странах с развитой экономикой, кроме Японии, финансовые обязательства увеличились в процентах от располагаемого дохода, чистой стоимости активов и депозитов населения. Но коэффициенты заемных средств также демонстрируют существенные различия между странами. Например, хотя финансовые обязательства домашних хозяйств по отношению к чистой стоимости активов остались в целом неизменными в Японии и несколько возросли в зоне евро, они значительно увеличились в Соединенном Королевстве и США: с примерно 17 процентов чистой стоимости активов в 1999 году до более 28 процентов в конце 2008 года.

Как балансы домашних хозяйств влияют на экономическую активность?

Теоретически существует несколько возможных каналов передачи воздействия.

- Наиболее традиционным каналом являются *эффекты благосостояния*. В ответ на неожиданное снижение чистой стоимости активов потребители, как правило, сокращают свои текущие расходы на определенную долю изменения богатства и поддерживают новый уровень расходов в течение некоторого времени. Однако наличие эффекта благосостояния в форме жилья носит несколько спорный характер. Некоторые утверждают, что, даже если цены на жилье падают, это жилье продолжает существовать, и услуги, которые оно оказывает в будущем (обеспечивая кров), не меняются. Поэтому падение цен можно рассматривать попросту как изменение в относительных ценах (между жильем/жилищными услугами и дру-

Коэффициенты левериджа населения¹



Источники: Банк Японии; Аппарат Кабинета (Япония); Европейский центральный банк; Евростат; Управление национальной статистики; Haver Analytics; оценки персонала МВФ.

¹ Данные по зоне евро относятся к 3 кварталу 2008 года.

гими товарами и услугами), которое делает тех, кто более обеспечен жильем, беднее, а тех, кто менее обеспечен жильем, богаче, но не оказывает очевидного совокупного воздействия на благосостояние³. Однако этот аргумент не сохраняет свое значение в тех случаях, когда на жилищном рынке наблюдаются вздутые цены, когда предельная склонность к потреблению различается между этими двумя группами, или когда жилищные активы могут использоваться в качестве залога (см. ниже)⁴.

- Другим возможным каналом являются *эффекты кредита/залогового обеспечения*. Домашние хозяйства могут заимствовать средства под стоимость капитала, воплощенного в их жилье, и использовать их для финансирования потребления. Если население сталкивается

³ Например, King (1998) и Buitert (2008).

⁴ См. Buitert (2008)

Вставка 2.1 (окончание)

с ограничениями ликвидности, уменьшение чистой стоимости его активов может привести к повышению стоимости и снижению доступности заимствования, еще больше сокращая потребление.

- Третьим каналом являются возможные *распределительные эффекты*. Поскольку домашние хозяйства могут по-разному реагировать на шоки в зависимости от их уровней долга, совокупное потребление также может испытывать на себе влияние суммы непогашенного долга и его распределение. Кроме того, в определении того, как потребление реагирует на шоки, определенную роль может играть структура активов населения и их относительная ликвидность (неликвидность).

Выделение и оценка эмпирической значимости различных каналов передачи воздействия может быть исключительно сложным делом, учитывая трудности, связанные с исключением эффектов ожиданий в отношении доходов и других ненаблюдаемых факторов⁵. Поэтому может быть более целесообразно считать, что оценки эффектов благосостояния (предельная склонность к потреблению за счет финансовых и жилищных активов) охватывают более широкое (в сокращенной форме) отношение между богатством и потреблением, а не чистый эффект благосостояния. Эти оценки обычно составляют диапазон от 0 до 0,10, в зависимости от вида активов (жилищные, финансовые), данных (на макро- или микроуровне), финансовой системы (основанная на банках, основанная на рынке), страны и т.д.⁶

Далее, отсутствует единство мнений относительно того, как эффекты благосостояния разли-

чаются между жилищными и финансовыми активами, хотя в некоторых исследованиях делается вывод о более сильном эффекте жилищных активов, несмотря на теоретические аргументы в пользу обратного⁷. Оценки эффектов благосостояния за счет жилья, как правило, выше в США и Соединенном Королевстве, чем в зоне евро и Японии⁸. При разработке экономической политики модель СФР/США, используемая ФРС, включает долгосрочную склонность к потреблению за счет жилищных активов в размере 0,038, что идентично соответствующему показателю по финансовым активам, тогда как модель Банка Англии не содержит такого долгосрочного эффекта.

Каковы вероятные последствия изменений в балансах домашних хозяйств на текущие условия?

Хотя точный вклад оценить трудно, уничтожение богатства в последнее время, вероятно, будет способствовать повышению нормы сбережений населения и ослаблению потребления в странах с развитой экономикой, особенно в США и Соединенном Королевстве, где сокращение чистой стоимости активов до настоящего времени было наиболее значительным. Например, как показано в таблице, сокращение богатства домашних хозяйств в 2008 году составило примерно 11 трлн долларов в США (8,5 трлн в виде финансовых активов и 2,5 трлн в виде жилищных активов) и, по оценке, 1 трлн фунтов стерлингов в Соединенном Королевстве (0,4 трлн в виде финансовых активов и 0,6 трлн в виде жилищных активов)⁹. Дол-

⁷См. Ludwig and Slok (2004); и Case, Quigley, and Shiller (2005)

⁸Относительно зоны евро в работе Slacalek (2006) делается вывод о том, что предельная склонность к потреблению за счет жилищного имущества равна нулю, хотя представляется, что между странами зоны евро имеются значительные различия, с положительными эффектами в Италии и Франции (Sieminska and Takhtamanova, 2007; Grant and Peltonen, 2008; Paiella, 2004; Bone and Girouard, 2002). По США и Соединенному Королевству оценки, как правило, выше (порядка 0,03-0,10). См. Beraut (2002); Carroll, Otsuka, and Slacalek (2006); Slacalek (2006); Skinner (1993); Lehnert (2004); Campbell and Cocco (2007); Bone and Girouard, 2002).

⁹Для Соединенного Королевства показатель жилищных активов по состоянию на конец 2008 года определяется на основе допущения о том, что стоимость жилищных активов снижается в соответствии с изменением номинальных цен на жилье (см. также сноску 1 к таблице).

⁵Количественная оценка значимости распределительного канала является особенно трудной задачей, хотя имеются некоторые данные, позволяющие предположить, что ответная реакция на шоки была сильнее в тех случаях, когда задолженность была выше (Balke, 2000). На основе опыта Соединенного Королевства и Скандинавских стран в начале 1990-х годов, в работе Debelles (2004) также утверждается, что высокая задолженность домашних хозяйств усиливала передачу воздействия других шоков.

⁶В странах с развитой экономикой предельная склонность к потреблению за счет финансового богатства, как правило, оценивается в диапазоне от 0,00 до 0,09: при возрастании богатства на 1 доллар расходы возрастают на величину от нуля до девяти центов. Например, см. Catte and others (2004) и главу 3 апрельского выпуска «Перспектив развития мировой экономики» 2008 года. В модели Федеральной резервной системы СФР/США эта величина составляет 0,0375.

Иллюстрация долгосрочных последствий падения стоимости активов для нормы сбережений домашних хозяйств

	2007:4 кв.–2008:4 кв.		2008:4 кв.–2009:4 кв.		Совокупный долгосрочный эффект	
	США	Соединенное Королевство	США	Соединенное Королевство	США	Соединенное Королевство
<i>(в процентах)</i>						
Изменение стоимости жилищных активов ¹	-11	-16	-10	-10		
Изменение стоимости финансовых активов ^{1,2}	-10	-9	-4	-3		
<i>(в процентных пунктах)</i>						
Долгосрочное воздействие на норму сбережений (низкая ПСП=0,02) ^{3,4}	2,6	3,2	0,7	1,2	3,3	4,5
Долгосрочное воздействие на норму сбережений (высокая ПСП=0,02) ⁴	8,9	11,2	2,5	4,1	11,5	15,6

Источники: Управление национальной статистики Соединенного Королевства; Haver Analytics; оценки персонала МВФ.

¹По Соединенному Королевству данные о жилищных активах в настоящее время имеются до 4 квартала 2007 года, а данные по финансовым активам до 3 квартала 2008 года. Предполагаемое изменение стоимости жилищных активов в период с 4 квартала 2007 года по 4 квартал 2008 года соответствуют среднему изменению индексов цен Nationwide и Halifax за тот же период.

²Предполагаемое изменение стоимости финансовых активов в период с 4 квартала 2008 года по 4 квартал 2008 года основано на 1) наблюдаемых изменениях на фондовых рынках (индекс Wilshire 5000 для США и индекс FTSE All Share для Соединенного Королевства) за период с 31 декабря 2008 года по 31 марта 2009 года, а также 2) допущении о том, что изменение стоимости недепозитных финансовых активов составляет половину изменения курсов акций.

³Предполагается, что предельная склонность к потреблению за счет активов (ПСП) одинакова для жилищных и финансовых активов.

⁴Воздействие на норму сбережения рассчитывается путем перемножения ПСП и недостаточного уровня активов (по отношению к сценарию, при котором стоимость активов увеличивается в соответствии с располагаемым доходом) и деления результата на исходный уровень располагаемого дохода. Номинальный рост располагаемого дохода составлял 2,9 процента в США и 2,3 процента в Соединенном Королевстве в период с 4 квартала 2007 года по 4 квартал 2008 года и предполагается, что он равен нулю в США и 1 проценту в Соединенном Королевстве в период с 4 квартала 2008 года по 4 квартал 2009 года.

досрочное воздействие нормы сбережения на это сокращение может находиться в диапазоне от 2½ до 9 процентных пунктов в США и от 3¼ до 11¼ процентных пункта в Соединенном Королевстве, в зависимости от предполагаемой предельной склонности к потреблению¹⁰.

Цены на акции и жилье уже претерпели значительную корректировку, особенно в США. Но они могут продолжать снижаться и, учитывая повышенную уязвимость балансов домашних хозяйств к шокам цен на активы, привести к дальнейшему снижению чистой стоимости активов и потребления населения. Например, предположим, что стоимость финансовых активов населения снижается на 3–4 процента за период с 4 квартала 2008 года по 4 квартал 2009 года (что соответствует наблюдаемому снижению конъюнктуры на фон-

довых рынках в первом квартале 2009 года), что не происходит никаких дальнейших изменений финансовых активов за оставшуюся часть 2009 года и что стоимость жилищных активов снижается на 10 процентов. Это может быть связано с дополнительным повышением нормы сбережений населения в размере примерно ¾–2½ процентного пункта в США и ¼–4 процентных пункта в Соединенном Королевстве в предстоящие годы (см. таблицу). Как результат, в долгосрочном плане совокупное воздействие сокращения жилищных и финансовых активов на норму сбережений населения может быть в диапазоне от 3¼ до 11½ процентных пункта в США и от 4½ до 15½ процентного пункта в Соединенном Королевстве. В целом ожидается, что сбережения населения в этих странах повысятся и останутся значительно более высокими, чем в прошлом десятилетии, даже после того, как прекратится воздействие других факторов, которые в настоящее время ограничивают потребление (таких как более жесткие ограничения на доступность кредита, обеспокоенность по поводу занятости и страховые сбережения).

¹⁰Эти оценки следует рассматривать только как иллюстративные, так как их вклад характеризуется существенной неопределенностью. Кроме того, они не охватывают эффектов всех прочих факторов, которые одновременно влияют на частное сбережение.

хозяйства, фирмы и финансовые рынки. В этом отношении основное бремя ляжет на налогово-бюджетную политику, так как возможности денежно-кредитной политики уже почти исчерпаны по многим направлениям.

Чрезвычайно важно то, что меры политики должны быть направлены на решение проблем, занимающих центральное место в финансовой системе и связанных с растущим бременем проблемных активов и неопределенностью относительно платежеспособности банков. Необходимо восстановить балансы, как путем удаления из них безнадежных активов, так и путем пополнения капитала на прозрачной основе, с тем чтобы убедить рынки в восстановлении платежеспособности этих организаций. Стратегия для банков включает два аспекта, и оба они направлены на улучшение качества банковских балансов и создания возможности для расширения их кредитной деятельности. Во-первых, банки, активы которых составляют более 100 млрд долларов США, должны будут пройти обязательный стресс-тест для оценки того, являются ли существующие уровни их капитала устойчивыми по отношению к дальнейшему снижению цен на активы и экономической активности. Банки, которые не могут привлечь дополнительный капитал частных инвесторов для компенсации выявленного дефицита капитала, получают дополнительные государственные средства. Во-вторых, было объявлено о введении Программы государственных и частных инвестиций (ПГЧИ) для очистки балансов от проблемных активов. Этот многосторонний план предусматривает привлечение заемного частного капитала в рамках партнерств между государственным и частным сектором для покупки неблагополучных активов, потенциально создавая возможность для покупок в размере от 500 млрд до 1 трлн долларов. Однако участие банков в этом плане носит полностью добровольный характер, так как банки не обязаны продавать свои активы. В основе плана лежит идея о том, что если финансовые организации будут освобождены от безнадежных активов, они с большей вероятностью смогут привлечь новый капитал частного сектора. Кроме того, создание жизнеспособного рынка активов, цену которых в настоящее время почти невозможно определить, уменьшит неопределенность относительно платежеспособности финансовых организаций. Более того, признавая, что дальнейшее снижение цен на обеспеченные ипотекой ценные бумаги также причинит ущерб банкам, администрация направляет государственные средства в размере 75 млрд долларов на ограничение числа отчуждений зало-

женной недвижимости, предлагая кредиторам денежные стимулы для модификации ссуд, обеспечивая заемщикам с высокими отношениями суммы займа к стоимости залога возможность для рефинансирования с получением новых, гарантированных государством ипотек по более низким ставкам, и расширяя потенциал компаний Fannie Mae и Freddie Mac для покупки ипотек.

Проблема, связанная с любой попыткой государства удалить безнадежные активы, заключается в том, чтобы побудить банки продать их, — акционеры не захотят соглашаться с ценами срочной распродажи, — не платя при этом слишком высокой цены, что представляло бы собой субсидию налогоплательщиков владельцам банков и держателям облигаций и привело бы к быстрому исчерпанию средств Программы ликвидации проблемных активов (TARP)². Объявленная недавно программа ПГЧИ должна стать полезным шагом в повышении ликвидности и прозрачности на рынках базовых инструментов, но ее эффективность в плане удаления проблемных активов будет существенно зависеть от готовности банков, владеющих этими активами, продавать их по ценам, соответствующим объему ресурсов, которыми располагает эта программа. Метод рекапитализации также не лишен потенциальных недостатков. В настоящее время оценка долгосрочной жизнеспособности финансовых организаций представляет собой сложнейшую задачу: в ней должны учитываться перспективы их будущей прибыльности и модель ведения бизнеса, а также качество капитала и управления. После установления контрольного показателя надлежащего уровня уставного капитала, отражающего необходимость в буферных запасах для амортизации будущих потерь, должна быть быстро проведена рекапитализация жизнеспособных банков с недостаточным уровнем капитала, при необходимости с использованием средств государства. Чтобы повысить доверие и улучшить перспективы финансирования, вливание капитала должно осуществляться в форме обыкновенных акций, даже если правительство становится мажоритарным акционером. Одновременно с этим потребуются оперативные меры в отношении нежизнеспособных организаций, ведущие к их упорядоченной санации путем закрытия или слияния.

Многое зависит от обеспечиваемой этой стратегией возможности восстановить финансовую стабильность, как с точки зрения прямых эффектов,

²Новый проект бюджета, представленный Конгрессу, предусматривает увеличение этих средств на 250 млрд долларов в расчете на чистой основе.

так и с точки зрения основополагающих мер денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики. Хотя политико-экономический аспект реализации политики осложняется сомнениями общественности относительно разумности предоставления экстренной помощи участникам финансового рынка, существует серьезная опасность того, что дальнейшее промедление, несистематические действия и неопределенность могут привести к ухудшению состояния реальной экономики, что увеличит серьезный сопутствующий ущерб, связанный с необходимостью исправления прошлых ошибок, и, следовательно, конечные издержки санации банков.

Налогово-бюджетная политика должна играть важную роль в поддержании спроса в условиях ограниченной доступности кредита (см. главу 3). Возврат налогов умеренно способствовал увеличению потребления в середине 2008 года, но к данному моменту его воздействие сошло на нет. В настоящее время законодательно принят значительно более крупный пакет дискреционных стимулов, сочетающий дальнейшее облегчение налогового бремени с федеральной помощью штатам и дополнительными расходами (в основном на социальные программы и инфраструктуру), который, как ожидается, обеспечит стимулы в размере 2,0 процента ВВП в 2009 году и 1,8 процента ВВП в 2010 году. Прогнозируется, что эти расходы, наряду с ожидаемыми убытками от операций по поддержке финансовой системы, воздействия цикла и снижения цен на активы, увеличит дефицит федерального бюджета примерно до 10 процентов ВВП в 2010 году. С учетом этого будет важно разработать стратегии, направленные на прекращение нарастания долга в среднесрочном плане. В нынешнем проекте бюджета данный вопрос поставлен четко, но проект основан на допущениях о темпах экономического роста, которые гораздо более оптимистичны, чем те, которые содержатся в этих прогнозах. Для обеспечения долгосрочной устойчивости бюджета могут потребоваться дополнительные усилия. В противном случае существует риск повышательного давления на процентные ставки, которое замедлит возобновление роста в частном секторе.

Хотя возможности для дальнейшего снижения процентных ставок отсутствуют, Федеральная резервная система должна продолжать прилагать усилия к использованию своего баланса для поддержки кредитных рынков, памятуя о необходимости стратегии выхода. Некоторые позиции могут быть быстро свернуты после нормализации ситуации, но отчуждение долгосрочных активов может оказаться более сложным делом, и потому существует необходимость рассмотреть возможность со-

здания новых инструментов для поглощения ликвидности, например, путем эмиссии ценных бумаг ФРС. Кроме того, власти должны четко разъяснить цели нетрадиционных мер политики.

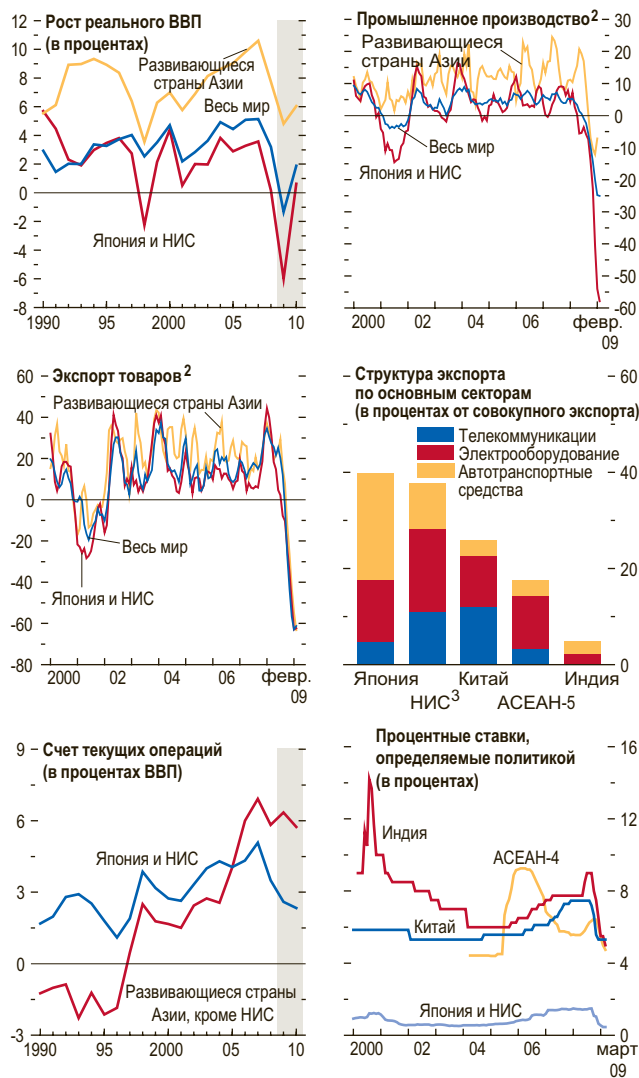
Азия пытается изменить структуру экономического роста за счет перехода от внешних источников к внутренним

Воздействие глобального кризиса на страны Азии было поразительно сильным. Имелось множество причин полагать, что Азия была относительно хорошо защищена от кризиса: в отличие от Европы, этот регион не имел больших позиций по секьюритизированным активам США, и ожидалось, что улучшившиеся макроэкономические детерминанты, а также (с несколькими исключениями) относительно надежные балансы банков и корпораций обеспечат ему защиту. Тем не менее, начиная с сентября 2008 года кризис быстро распространился на страны Азии и существенно сказался на их экономике. Экономика Японии сократилась на 12 процентов (в годовом выражении) в четвертом квартале. В новых индустриальных странах Азии (САР Гонконг, Корея, Сингапуре и Тайване) она сократилась на 10–25 процентов; тяжелый урон понесли также страны Юго-Восточной Азии с формирующимся рынком. Это сокращение было связано в основном с падением спроса на потребительские товары длительного пользования в странах с развитой экономикой (за пределами Азии) и, в меньшей степени, с ухудшением глобальных финансовых условий. На экономике Индии и Китая также сказалось сокращение экспортного сектора, но в этих странах экономический рост продолжался благодаря меньшей доле торговли в экономике и поддержанию внутренней активности при помощи мер экономической политики. Кроме того, в первом квартале 2009 года в Китае появились некоторые признаки коренной смены тенденции в экономической активности. Одновременно с этим в большинстве стран происходит быстрое снижение инфляционного давления в связи с более слабым ростом и низкими ценами на биржевые товары.

Воздействие на реальную экономику через механизм торговли было сильным и одинаковым для всех стран Азии. Падение глобального спроса особенно резко отразилось на автомобилях, электронике и других потребительских товарах длительного пользования, которые составляют неотъемлемую часть структуры производства во всех странах Восточной Азии. Результатом этого было резкое падение экспорта и промышленного производства (рис. 2.2).

Рисунок 2.2. Страны Азии с развитой экономикой и с формирующимся рынком страдают от краха глобальной торговли

Азия сильно пострадала от глобального кризиса, в основном за счет торговли, так как объем производства и экспорта резко сократился по всему региону. Одними из наиболее сильно затронутых стран в данном регионе являются страны с развитой экономикой, что связано с их высокой зависимостью от экспорта и большой уязвимостью к сокращению глобального спроса на автомобили, электронику и другие потребительские товары длительного пользования. Помимо этого, экономическая активность в реальном секторе стран Азии с формирующимся рынком, ограниченная слабым притоком капитала и более жесткими условиями кредита, также быстро замедляется, несмотря на значительные стимулы, обеспечиваемые мерами денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики.



Источники: Bloomberg Financial markets; Haver Analytic; база данных по торговле биржевыми товарами ООН; оценки персонала МВФ.

¹ К числу новых индустриальных стран Азии (НИС) относятся САР Гонконг, Корея, Сингапур и Тайвань, провинция Китая. Страны АСЕАН-4 включают Индонезию, Малайзию, Филиппины и Таиланд. Страны АСЕАН-5 включают АСЕАН-4 и Вьетнам. К числу стран Азии с формирующимся рынком относятся Индия, Индонезия, Китай, Малайзия, Филиппины и Таиланд.

² Приведенное к годовому выражению процентное изменение трехмесячной скользящей средней по отношению к среднему значению за предыдущие три месяца.

³ За исключением Тайваня, провинции Китая.

Вторичные эффекты глобального финансового кризиса для внутренних финансовых рынков стран Азии также были значительными. Курсы акций и облигаций резко упали, суверенные и корпоративные спреды расширились, а межбанковские спреды увеличились. Рынки недвижимости оставались под давлением в ряде стран (Сингапуре, Китае). Валютные курсы снизились в большинстве стран с формирующимся рынком данного региона, хотя курс йены значительно повысился с сентября 2008 года (по мере свертывания процентных арбитражных операций), а курс юаня по отношению к доллару оставался в целом неизменным. Потоки портфельных и других инвестиций ослабли, что имело следствием ужесточение условий кредита. В итоге многие банки и фирмы начали испытывать серьезный стресс.

Прогнозы роста по Азии были снижены в различной степени, в соответствии с ослаблением глобального спроса и ужесточением внешних финансовых условий и несмотря на контрциклические меры макроэкономической политики. Ожидается, что экономическая активность в развитых странах Азии резко сократится, и в некоторых странах может даже возникнуть дефляция. В странах Азии с формирующимся рынком, как предполагается, экономический рост будет продолжаться при ведущей роли Индии и Китая (таблица 2.2). В 2010 году прогнозируется небольшой подъем, который будет поддерживаться оживлением глобального роста и стимулами, обеспечиваемыми экспансионистскими мерами налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики. Несмотря на падение экспорта, профицит по счету текущих операций стран Азии, согласно прогнозу, останется в целом неизменным на уровне примерно 4¼ процента ВВП, при значительном улучшении позиций по счетам текущих операций Кореи и Тайваня, провинции Китая, в 2009 году (таблица 2.3).

Точные каналы передачи воздействия внешних шоков и глубина их воздействия в разных странах существенно различаются. Самые тяжелые потери в данном регионе несут страны с развитой экономикой ввиду их большей подверженности сокращению внешнего спроса в других странах с развитой экономикой, особенно на автомобили, электронику и инвестиционные товары. Прогнозируется, что по группе в целом реальный ВВП сократится на примерно на 6 процентов в 2009 году, вслед за увеличением примерно на 3½ процента до кризиса в 2007 году. Объем экономики Японии, по прогнозу, сократится на 6¼ процента в 2009 году, так как высокий курс йены и более жесткие условия кредита в общем плане усугубили проблемы экспортного сектора; ожидается, что умеренная инфляция будет про-

Таблица 2.2. Отдельные страны Азии: реальный ВВП, потребительские цены и сальдо счета текущих операций*(Годовое изменение в процентах, если не указано иное)*

	Реальный ВВП				Потребительские цены ¹				Сальдо счета текущих операций ²			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
Страны Азии с формирующимся рынком³	9,8	6,8	3,3	5,3	4,9	7,0	2,5	2,4	6,6	5,5	6,3	5,8
Китай	13,0	9,0	6,5	7,5	4,8	5,9	0,1	0,7	11,0	10,0	10,3	9,3
Южная Азия⁴	8,7	7,0	4,3	5,3	6,9	9,0	7,7	4,5	-1,4	-3,4	-2,6	-2,7
Индия	9,3	7,3	4,5	5,6	6,4	8,3	6,3	4,0	-1,0	-2,8	-2,5	-2,6
Пакистан	6,0	6,0	2,5	3,5	7,8	12,0	20,0	6,0	-4,8	-8,4	-5,9	-4,9
Бангладеш	6,3	5,6	5,0	5,4	9,1	8,4	6,4	6,1	1,1	0,9	0,9	-0,1
АСЕАН-5	6,3	4,9	0,0	2,3	4,3	9,2	3,6	4,5	4,9	2,8	2,2	1,5
Индонезия	6,3	6,1	2,5	3,5	6,0	9,8	6,1	5,9	2,4	0,1	-0,4	-0,7
Таиланд	4,9	2,6	-3,0	1,0	2,2	5,5	0,5	3,4	5,7	-0,1	0,6	0,2
Филиппины	7,2	4,6	0,0	1,0	2,8	9,3	3,4	4,5	4,9	2,5	2,3	1,6
Малайзия	6,3	4,6	-3,5	1,3	2,0	5,4	0,9	2,5	15,4	17,4	12,9	10,7
Вьетнам	8,5	6,2	3,3	4,0	8,3	23,1	6,0	5,0	-9,8	-9,4	-4,8	-4,2
Новые индустриальные страны Азии	5,7	1,5	-5,6	0,8	2,2	4,5	0,4	2,0	5,7	4,4	6,3	6,1
Корея	5,1	2,2	-4,0	1,5	2,5	4,7	1,7	3,0	0,6	-0,7	2,9	3,0
Тайвань, провинция Китая	5,7	0,1	-7,5	0,0	1,8	3,5	-2,0	1,0	8,6	6,4	9,7	10,7
САР Гонконг	6,4	2,5	-4,5	0,5	2,0	4,3	1,0	1,0	12,3	14,2	7,2	5,2
Сингапур	7,8	1,1	-10,0	-0,1	2,1	6,5	0,0	1,1	23,5	14,8	13,1	11,2

¹Изменения потребительских цен показаны как среднегодовые значения. Изменения с декабря по декабрь приведены в таблице А7 Статистического приложения.

²В процентах ВВП.

³Включают развивающиеся страны Азии, новые индустриальные страны Азии и Монголию.

⁴Включает Мальдивские Острова, Непал и Шри-Ланку.

должаться, по крайней мере, до 2010 года включительно. Учитывая их исключительную открытость и высокую зависимость от внешнего спроса, другие страны с развитой экономикой в этом регионе (САР Гонконг, Корея, Сингапур и Тайвань) также пострадают. Среди этих стран особенно высокому риску подвергаются Сингапур и САР Гонконг, учитывая их значение как глобальных финансовых центров. В Корею уязвимые балансы корпораций и населения усилят воздействие внешних шоков.

Ожидается, что в Китае темпы роста замедлятся примерно до 6½ процента в 2009 году, сократившись наполовину с 13-процентного докризисного темпа роста, зарегистрированного в 2007 году, однако в глобальном контексте это все же является высоким результатом. Несмотря на резкое сокращение экспорта, сохранить темпы помогают два фактора. Во-первых, экспортный сектор занимает меньшую долю в экономике, особенно если учесть его высокую импортную составляющую. Во-вторых, правительство предприняло решительные действия, предоставив крупные бюджетные стимулы и либерализовав денежно-кредитную политику, что помогает поддерживать потребление и инвестиции в инфраструктуру.

Страны-члены Ассоциации стран Юго-Восточной Азии (АСЕАН) несут серьезный урон в свя-

зи с сочетанием эффектов глобального спроса и более жестких условий кредита, хотя и не столь тяжелый, как страны с развитой экономикой. Ожидается, что по группе в целом темпы роста снизятся с более 6 процентов в 2007 году до 0 процентов в 2009 году. Хотя эти страны также пострадали от сокращения глобальной торговли, товары длительного пользования, которые были в наибольшей степени затронуты глобальным спадом, занимают меньший удельный вес в структуре их экспорта.

Индия, у которой торговля составляет меньшую долю в экономике, подобно Китаю, меньше подвержена сокращению глобального спроса. Тем не менее, ее экономика по-прежнему испытывает большие затруднения с получением внешнего финансирования для фирм и банков. Поскольку Индия имеет меньше возможностей для либерализации макроэкономической политики, ожидается, что ее темпы роста резко снизятся: с более 9 процентов в 2007 году до 4 процента в 2009 году. Замедление роста является в основном результатом ослабления инвестиций, связанного с более жесткими условиями финансирования и поворотом в цикле внутреннего кредита.

Риски для прогноза по этому региону остаются четко смещенными в сторону снижения темпов.

Таблица 2.3. Страны с развитой экономикой: позиции по счетам текущих операций

(В процентах ВВП)

	2007	2008	2009	2010
Страны с развитой экономикой	-1,0	-1,1	-1,0	-1,0
Соединенные Штаты	-5,3	-4,7	-2,8	-2,8
Зона евро ¹	0,2	-0,7	-1,1	-1,2
Германия	7,5	6,4	2,3	2,4
Франция	-1,0	-1,6	-0,4	-0,9
Италия	-2,4	-3,2	-3,0	-3,1
Испания	-10,1	-9,6	-5,4	-4,4
Нидерланды	6,1	4,4	2,4	2,1
Бельгия	1,7	-2,5	-2,4	-3,0
Греция	-14,1	-14,4	-13,5	-12,6
Австрия	3,2	2,9	1,3	1,3
Португалия	-9,5	-12,0	-9,1	-8,8
Финляндия	4,1	2,5	1,0	0,6
Ирландия	-5,4	-4,5	-2,7	-1,8
Словацкая Республика	-5,4	-6,3	-5,7	-5,0
Словения	-4,2	-5,9	-4,0	-5,0
Люксембург	9,8	9,1	7,6	7,0
Кипр	-11,6	-18,3	-10,3	-10,1
Мальта	-6,1	-6,3	-5,1	-5,2
Япония	4,8	3,2	1,5	1,2
Соединенное Королевство ¹	-2,9	-1,7	-2,0	-1,5
Канада	0,9	0,6	-0,9	-0,7
Корея	0,6	-0,7	2,9	3,0
Австралия	-6,3	-4,2	-5,8	-5,3
Тайвань, провинция Китая	8,6	6,4	9,7	10,7
Швеция	8,6	8,3	6,9	7,4
Швейцария	10,1	9,1	7,6	8,1
САР Гонконг	12,3	14,2	7,2	5,2
Чешская Республика	-3,2	-3,1	-2,7	-3,0
Норвегия	15,9	18,4	11,0	12,6
Сингапур	23,5	14,8	13,1	11,2
Дания	0,7	0,5	-1,2	-1,1
Израиль	2,8	1,2	1,1	0,3
Новая Зеландия	-8,2	-8,9	-7,8	-7,0
Исландия	-15,4	-34,7	0,6	-2,1
<i>Для справки</i>				
Основные страны с развитой экономикой	-1,4	-1,4	-1,2	-1,3
Зона евро ²	0,4	-0,7	-1,1	-1,1
Новые индустриальные страны Азии	5,7	4,4	6,3	6,1

¹Рассчитано как сумма сальдо отдельных стран зоны евро.

²Скорректировано с учетом расхождений в отчетных данных по операциям внутри зоны евро.

Один из основных поводов для озабоченности состоит в том, что более глубокая или длительная рецессия в странах с развитой экономикой за пределами Азии приведет к еще большему сокращению внешнего спроса с негативными последствиями для экспорта, инвестиций и роста. Кроме того, дальнейшее ухудшение глобальных финансовых условий может сделать ограничения финансирования еще более жесткими, что причинит ущерб финансовому и корпоративному сектору в данном регионе. Кроме того, воздействие внешних шоков на корпоратив-

ный и финансовый сектор может оказаться более сильным, чем предполагается в настоящее время, из-за эффектов обратной связи: при сочетании более слабого глобального спроса и сложных условий внешнего финансирования давление на корпорации Азии повысилось бы, что, в свою очередь, снизило бы качество банковского кредита и создало дополнительную напряженность в банковском секторе.

Основные задачи экономической политики заключаются в смягчении последствий кризиса и достижении устойчивого снижения зависимости этого региона от экспорта как источника роста. Эти цели потребуют перенести центр тяжести экономики данного региона с экспорта и инвестиций на частное потребление. Первая «линия обороны» состоит в том, чтобы обеспечить прочную контрциклическую поддержку совокупного спроса, наряду с энергичными мерами политики, направленными на обеспечение устойчивого состояния финансового и корпоративного сектора. В регионе в целом многое уже было сделано, но во многих странах мер политики, введенных до настоящего времени, может оказаться недостаточно для противодействия глобальному спаду, и могут потребоваться дополнительные усилия.

Перед лицом быстро ухудшающихся перспектив большинство стран предприняли решительную либерализацию денежно-кредитных условий. Центральный банк Японии, в качестве меры по преодолению замедления роста и ужесточения финансовых условий, снизил процентные ставки практически до нуля, увеличил объем предоставляемой ликвидности, расширил диапазон приемлемого залогового обеспечения и начал приобретать коммерческие ценные бумаги и облигации для облегчения давления на корпоративное финансирование. В Китае центральный банк снизил процентные ставки и нормы обязательных резервов и ослабил лимиты кредитования. В Индии ставка интервенции и нормы обязательных резервов были снижены, а крупные вливания ликвидности ослабили давление на денежные рынки; дефицит ликвидности в иностранной валюте был уменьшен путем ослабления контроля за притоком капитала и введения валютных свопов для банков. Другие центральные банки в регионе — в Камбодже, Корее, Малайзии, Сингапуре, Таиланде и Филиппинах — также снизили ставки интервенции (или другие соответствующие ставки) или сократили нормы обязательных резервов. Кроме того, они повысили ликвидность денежных рынков, переживавших стресс, использовали резервы и увеличили имеющиеся буферные запасы ликвидности. В частности, Корея ввела механизмы валютных свопов с США, Японией и Китаем.

Несмотря на эти действия, в ряде стран имеются возможности для дополнительного смягчения денежно-кредитной политики. Ставки интервенции остаются высокими в реальном выражении в Индии, и дополнительное сокращение способствовало бы росту кредита. Учитывая резкое снижение активности, представляется, что в ряде стран, включая Китай, Корею, Малайзию, Сингапур и Филиппины, целесообразно также провести дополнительную либерализацию денежно-кредитной политики. В Японии, где имеется ограничение в виде нулевых процентных ставок, задача будет заключаться в том, чтобы провести дополнительную либерализацию путем увеличения числа и расширения диапазона инструментов, поддерживающих кредит, с тем чтобы противодействовать ужесточающимся финансовым условиям.

Большинство стран Азии уже ввели меры бюджетной политики, направленные на увеличение расходов. Наиболее далеко идущие планы были объявлены в Китае и Японии. Тем не менее, в ряде стран, располагающих бюджетными возможностями, можно сделать больше для поддержания внутреннего спроса. В Китае дополнительные меры по поддержке потребления способствовали бы перебалансированию экономики в среднесрочном плане, а также обеспечили бы краткосрочную поддержку. К их числу могут относиться улучшения в предоставлении государством услуг в области здравоохранения и образования, пенсионная реформа, трансферты группам населения с низкими доходами, дополнительные инвестиции в развитие сельскохозяйственного сектора и снижение налогов на потребление и доходы. Имеются также широкие возможности для дополнительной бюджетной поддержки в Сингапуре и Корее. Пространство для маневра является более ограниченным в таких странах, как Индия и Филиппины, которые уже имеют высокие уровни государственного долга. В Японии правительство объявило о введении значительного нового пакета стимулов в начале апреля, который должен способствовать поддержанию активности в 2009 и 2010 году. При этом что, согласно прогнозу, дефицит приблизится к 10 процентам ВВП в 2009 году, а чистый долг превысит 100 процентов ВВП в 2010 году, возможности для дополнительных стимулов почти исчерпаны. В настоящее время следует переключить внимание на введение далеко идущего среднесрочного плана в целях обеспечения устойчивости бюджета.

В финансовом секторе меры политики должны обеспечить условия для поддержания капитализации систем в этом регионе на надлежащем уровне, а также минимизации рисков сокращения кредита. Чтобы сохранить финансовую стабильность, не-

которые страны ввели гарантии по депозитам (САР Гонконг, Малайзия, Сингапур, Таиланд) или повысили лимиты страхования депозитов (Индонезия и Филиппины). В ряде стран были объявлены меры по увеличению капитала в финансовой системе (Индия, Япония) и предоставлению кредитной поддержки корпоративному сектору (Китай, Корея). Однако власти должны быть готовы сделать больше в случае необходимости. В общем плане, важно будет обеспечить наличие достаточных инструментов для вливания государственного капитала в неблагополучные организации, а также системы стимулов для признания убытков на ранней стадии, с тем чтобы можно было разрешать трудности прежде, чем они распространятся на благополучные банки. Кроме того, необходимо укрепить основы реструктуризации корпораций для преодоления стресса в корпоративном секторе.

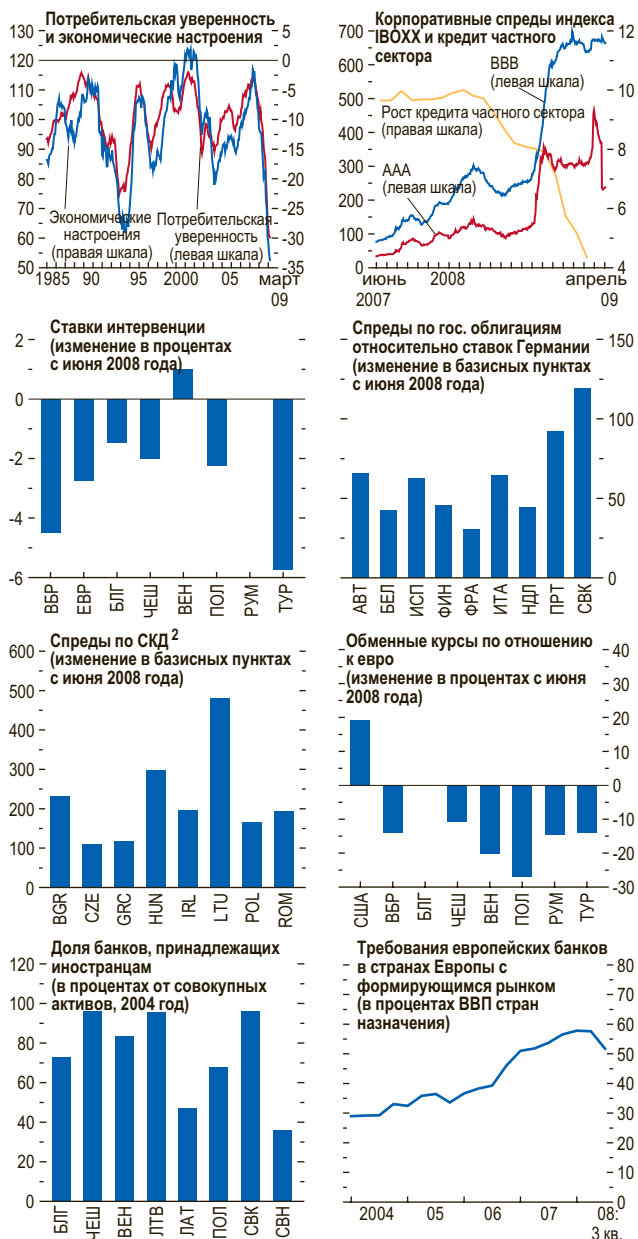
Европа стремится к согласованным ответным мерам экономической политики

Экономическая активность в большинстве стран Европы с развитой экономикой начала снижаться еще до финансового обвала в сентябре 2008 года, в основном из-за растущих цен на нефть. Тем не менее изначально представлялось, что странам Европы с развитой экономикой удастся избежать полномасштабной рецессии, тогда как в странах с формирующимся рынком рост будет продолжаться более медленными, но все же устойчивыми темпами, несмотря на их уязвимость. Как и в Азии, более устойчивые балансы населения в большинстве ведущих стран и иная структура рынка жилья и финансового рынка считались защитными факторами. Однако финансовые системы испытали гораздо более сильный и продолжительный шок, чем ожидалось, ответные меры макроэкономической политики были медленными, доверие резко снизилось в результате резкого ухудшения ожиданий домашних хозяйств и фирм относительно их будущих доходов, а мировая торговля резко сократилась (рис. 2.3).

В странах с развитой экономикой опасения относительно растущих убытков в крупных европейских банках по активам, связанным с США, привели к замораживанию оптовых рынков в сентябре 2008 года, причем ряду терпящих банкротство банков потребовалось государственное вмешательство. Первоначально проблемы были сосредоточены в небольшом числе банков и вызывались различными причинами. Макроэкономические последствия в целом не считались серьезными, и потому ответные меры налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики

Рисунок 2.3. Европа: разработка общих ответных мер¹

Экономические настроения упали, а стоимость заимствования резко повысилась, несмотря на широко распространенную либерализацию денежно-кредитной политики. Быстро растущий бюджетный дефицит привел к увеличению премий за суверенный риск. В обстановке «бегства от риска» обменные курсы в странах Европы с формирующимся рынком в целом снизились. Одна из главных задач заключается в том, чтобы избежать неупорядоченной корректировки соотношения доли заемных и собственных средств, в том числе в банках Западной Европы, учитывая их крупные трансграничные позиции со странами Европы с формирующимся рынком.



Источники: Банк международных расчетов; Европейский центральный банк; Европейская комиссия; Евростат; Haver Analytics; Thompson Datastream; оценки персонала МВФ.
¹ АВТ — Австрия; БЕЛ — Бельгия; БЛГ — Болгария; ЧЕШ — Чешская Республика; ИСП — Испания; ЕВР — зона евро; ФИН — Финляндия; ФРА — Франция; ВБР — Соединенное Королевство; ГРЦ — Греция; ВЕН — Венгрия; ИТА — Италия; ЛАТ — Латвия; ЛТВ — Литва; НДЛ — Нидерланды; ПОЛ — Польша; ПРТ — Португалия; РУМ — Румыния; СВК — Словацкая Республика; СВН — Словения; ТУР — Турция; США — Соединенные Штаты.
² СКД — своп кредитного дефолта.

изначально были ограниченными. Но из-за тесных связей между основными финансовыми организациями Европы и высокой доли их заемных средств³ эти проблемы быстро вызвали широкие последствия. Рынки финансирования были заморожены, и финансовый кризис быстро превратился в кризис для реальной экономики в четвертом квартале 2008 года. Для исправления положения были предприняты оперативные меры финансовой политики, но, как и везде, они не были (и до сих пор не являются) достаточно комплексными и скоординированными, что ослабляло, а не усиливало их действенность на трансграничном уровне. Котировки акций резко упали, и инвестиции предприятий быстро сократились. Кроме того, в странах, где наблюдался бум цен на жилье (например, в Ирландии, Испании и Соединенном Королевстве) резко снизились инвестиции в жилье. Несмотря на значительную поддержку в виде крупного снижения цен на нефть, потребление сократилось к концу 2008 года, и, по всей вероятности, будет сокращаться в дальнейшем по мере расширения безработицы.

В результате большинство стран с развитой экономикой испытали резкое сокращение объема производства с середины 2008 года (см. таблицу 2.1). Реальный ВВП снизился в годовом выражении примерно на 6 процентов в четвертом квартале как в зоне евро, так и в Соединенном Королевстве.

Прогнозируется, что в 2009 году реальный ВВП зоны евро сократится более чем на 4 процента, причем впоследствии темп роста будет ускоряться лишь постепенно, продолжая снижаться в течение еще нескольких кварталов, что означает самую тяжелую рецессию после Второй мировой войны. Ожидается, что в 2010 году темп снизится примерно на 1/2 процента в среднегодовом выражении; при расчете за период между четвертыми кварталами коренной перелом является более очевидным: с сокращения реального ВВП более чем на 3 1/2 процента в 2009 году до прироста примерно на 1/2 процента в 2010 году. Предполагается, что рецессия будет особенно суровой в Ирландии в силу болезненного прекращения бума в строительстве. Ожидается, что за пределами зоны евро рецессия будет особенно глубокой в Исландии, которая получает поддержку от МВФ после краха ее чрезмерно разросшегося финансового сектора, и достаточно тяжелой в Соединенном Королевстве, которое страдает от прекраще-

³ На долю примерно 16 основных трансграничных участников рынка приходится около трети банковских активов Европейского союза (ЕС); они держат в среднем 38 процентов банковских активов ЕС за пределами своих стран и проводят операции в почти половине других стран ЕС (см. Trichet, 2007).

ния бума в сфере недвижимости и финансовом секторе. По прогнозу, в результате широкомасштабного сокращения объема производства уровень безработицы в странах с развитой экономикой достигнет более 10 процентов в конце 2009 года и будет продолжать повышаться до 2011 года включительно.

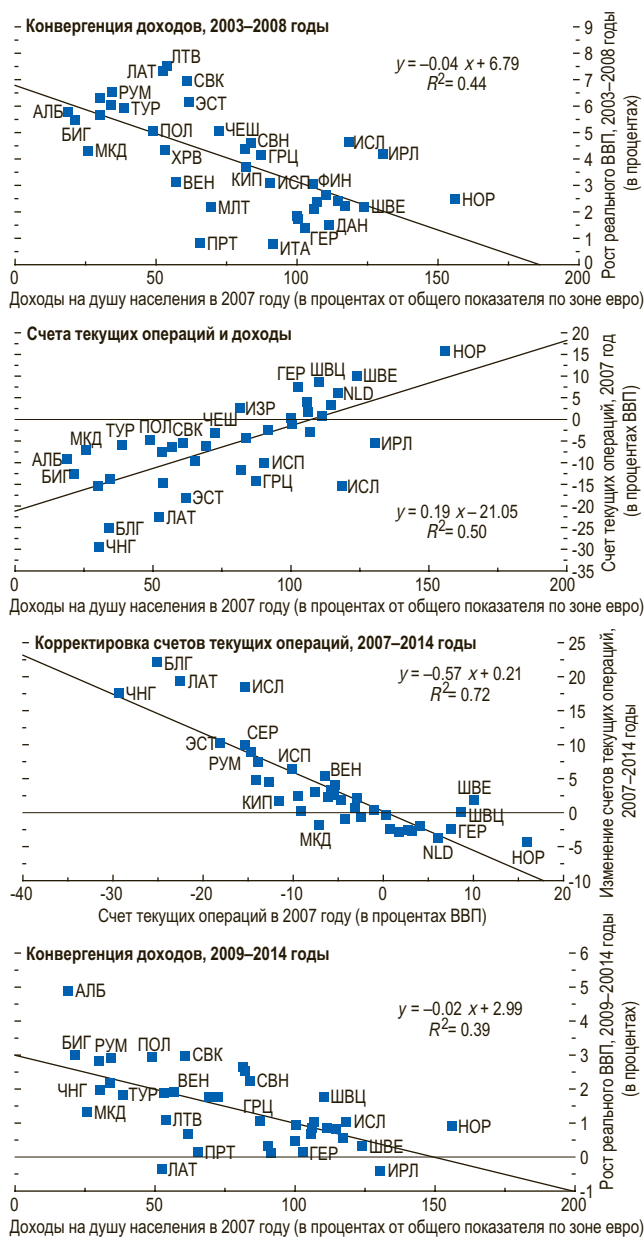
Динамика экономической активности повернулась к худшему особенно резко во многих странах Европы с формирующимся рынком (таблица 2.4 и рисунок 2.4). Ввиду их сильной зависимости от всех видов притоков капитала — в частности, финансирования от западных банков для поддержки кредитных бумов в отдельных странах, — эти страны были значительно более сильно затронуты финансовым кризисом, чем страны Азии с формирующимся рынком. На ранних стадиях они держались устойчиво, и спреды по свопам суверенных кредитных дефолтов расширялись лишь постепенно. Однако по мере сокращения западных экспортных рынков и все более массового бегства от риска в течение осени 2008 года перспективы экспорта, роста и государственных доходов стран существенно ухудшились, что вызвало скачкообразное увеличение спредов по суверенным облигациям с примерно 50–100 базисных пунктов до 150–900 базисных пунктов. Венгрия, Латвия и Сербия получили финансирование от МВФ для поддержки их платежного баланса, Румыния обратилась за такой поддержкой, а Турция обсуждает этот вопрос с МВФ. Кроме того, Польша стремится получить доступ к гибкой кредитной линии МВФ. Другие страны, имеющие меньшие открытые позиции по западному краткосрочному капиталу, включая Болгарию и Литву, страдали от потери финансирования и прямых иностранных инвестиций (ПИИ), но до настоящего времени не нуждались в поддержке МВФ⁴.

Соответственно, прогнозируется, что реальный ВВП в странах с формирующимся рынком сократится примерно на 3¼ процента в 2009 году; темпы роста вновь повысятся примерно до 1 процента в 2010 году, что будет представлять собой снижение с уровня 4–7 процентов в 2002–2007 годы. К числу причин такого резкого поворота в динамике показателей относятся, в различной степени, перегрев во время бумов цен до начала рецессии, чрезмерная зависимость от краткосрочного иностранного капитала, финансировавшего эти бумы, тот факт, что банки принадлежали терпящим убытки иностранным финансовым организациям, и большая доля

⁴Европейский инвестиционный банк, Европейский банк реконструкции и развития и Всемирный банк объединили усилия для предоставления финансового содействия в целях укрепления банков и поддержки кредитования реальной экономики.

Рисунок 2.4. Европа: пониженные среднесрочные перспективы экономического роста¹

В 2003–2008 годах темпы экономического роста в странах Европы с формирующимся рынком были выше, чем в странах Западной Европы. Этой конвергенции способствовали значительные притоки капитала, которые поддерживали крупные дефициты по счетам текущих операций в менее богатых странах. Однако в среднесрочном плане дефициты по счету текущих операций и притоки капитала существенно уменьшатся. Ожидается, что темпы роста будут заметно ниже, а конвергенция доходов — медленнее во всех странах Европы, как показывают более короткие интервалы и более пологий наклон регрессии в нижней части рисунка по сравнению с верхним.



Источник: расчеты персонала МВФ.
¹ Сокращенные названия стран см. на рис. 2.3. АЛБ — Албания; БИГ — Босния и Герцеговина; ШВЕ — Швейцария; КИП — Кипр; ГЕР — Германия; ДАН — Дания; ЭСТ — Эстония; ХРВ — Хорватия; МКД — БЮР Македония; ИРЛ — Ирландия; ИСЛ — Исландия; МЛТ — Мальта; ЧНГ — Черногория; НОР — Норвегия; СЕР — Сербия; ТУР — Турция; ШВЦ — Швеция.

Таблица 2.4. Отдельные страны Европы с формирующимся рынком: реальный ВВП, потребительские цены и сальдо счета текущих операций

(Годовое изменение в процентах, если не указано иное)

	Реальный ВВП				Потребительские цены ¹				Сальдо счета текущих операций ²			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
Страны Европы с формирующимся рынком	5,4	2,9	-3,7	0,8	6,2	8,0	4,7	4,2	-7,7	-7,6	-3,9	-3,4
Турция	4,7	1,1	-5,1	1,5	8,8	10,4	6,9	6,8	-5,8	-5,7	-1,2	-1,6
Кроме Турции	5,9	4,1	-2,9	0,3	4,5	6,5	3,3	2,5	-9,0	-8,8	-5,6	-4,4
Государства Балтии	8,7	-0,7	-10,6	-2,3	7,3	12,2	3,6	-1,0	-18,0	-11,6	-5,4	-5,4
Эстония	6,3	-3,6	-10,0	-1,0	6,6	10,4	0,8	-1,3	-18,1	-9,2	-6,5	-5,4
Латвия	10,0	-4,6	-12,0	-2,0	10,1	15,3	3,3	-3,5	-22,6	-13,2	-6,7	-5,5
Литва	8,9	3,0	-10,0	-3,0	5,8	11,1	5,1	0,6	-14,6	-11,6	-4,0	-5,3
Центральная Европа	5,4	3,8	-1,3	0,9	3,7	4,6	2,4	2,6	-5,2	-6,1	-4,3	-3,8
Венгрия	1,1	0,6	-3,3	-0,4	7,9	6,1	3,8	2,8	-6,4	-7,8	-3,9	-3,4
Польша	6,7	4,8	-0,7	1,3	2,5	4,2	2,1	2,6	-4,7	-5,5	-4,5	-3,9
Южная и Юго-Восточная Европа	6,1	6,1	-3,6	-0,2	5,1	8,4	4,9	3,2	-14,2	-13,8	-8,2	-5,5
Болгария	6,2	6,0	-2,0	-1,0	7,6	12,0	3,7	1,3	-25,1	-24,4	-12,3	-3,6
Хорватия	5,5	2,4	-3,5	0,3	2,9	6,1	2,5	2,8	-7,6	-9,4	-6,5	-4,1
Румыния	6,2	7,1	-4,1	0,0	4,8	7,8	5,9	3,9	-13,9	-12,6	-7,5	-6,5
<i>Для справки</i>												
Словацкая Республика	10,4	6,4	-2,1	1,9	1,9	3,9	1,7	2,3	-5,4	-6,3	-5,7	-5,0
Чешская Республика	6,0	3,2	-3,5	0,1	2,9	6,3	1,0	1,6	-3,2	-3,1	-2,7	-3,0

¹Изменения потребительских цен показаны как среднегодовые значения. Изменения с декабря по декабрь приведены в таблице А7 Статистического приложения.

²В процентах ВВП.

обрабатывающей промышленности в экономической деятельности. Ожидается, что снижение активности будет особенно значительным в государствах Балтии, где режимы фиксированных обменных курсов оставляют ограниченное пространство для маневра (вставка 2.2).

Риски снижения темпов роста относительно прогнозов велики как в странах с развитой экономикой, так и в странах с формирующимся рынком, особенно для последней группы стран, где внешние финансовые ограничения могут еще больше ухудшиться. Основной риск представляет неупорядоченное сокращение доли заемных средств по крупным внутриевропейским трансграничным банковским позициям. Такое событие может лишить многие страны с формирующимся рынком возможности для пролонгации крупных сумм краткосрочного долга и потенциально может оказать аналогичное воздействие на некоторые страны с развитой экономикой, в которых наблюдалось значительное увеличение премий за суверенный риск. Результатом может стать крах финансового и реального сектора в большинстве стран с формирующимся рынком и в нескольких странах с развитой экономикой, что вызовет серьезные эффекты обратной связи для других стран. Однако существуют также определен-

ные риски повышения темпов относительно прогноза: если странам ЕС удастся ввести энергичные, комплексные и скоординированные ответные меры для преодоления трудностей в финансовом секторе, доверие и склонность к принятию риска могут восстановиться быстрее, чем ожидается.

Инфляционное давление быстро уменьшается, и в странах с развитой экономикой возрастают риски устойчивой дефляции, хотя из-за падения цен на нефть и снижения спроса эти риски все еще низки. Инфляция в 2010 году (актуальный временной горизонт для директивных органов в настоящее время), как ожидается, составит от 1/2 до 1 1/2 процента в большинстве стран с развитой экономикой (см. таблицу 2.1). Это представляет собой снижение с уровней в 3–4 процента в 2008 году. Соответственно, была смягчена денежно-кредитная политика. Банк Англии действовал оперативно, сократив ставки интервенции в несколько поочередных этапов с 5,75 процента в 2007 году до 0,5 процента в 2009 году, и в настоящее время переходит к использованию менее традиционных мер по ослаблению условий кредита. Ответная реакция Шведского государственного банка была столь же агрессивной: в настоящее время ставка интервенции составляет 1 процент и ожидается ее дальнейшее снижение. Реакция Евро-

Вставка 2.2. Факторы уязвимости в странах с формирующимся рынком

Жилищный сектор и спады и подъемы на кредитных рынках

Многие страны с формирующимся рынком, в том числе ряд стран в регионе Центральной и Восточной Европы (ЦВЕ), испытывают крупное повышение премий за страновой риск и обвал цен на недвижимость. Такое сочетание может привести к тяжелым экономическим последствиям, поскольку ограниченный и более дорогой доступ к кредитам и внешнему финансированию для домашних хозяйств и фирм может существенно подрывать экономическую активность. Если шоки сопровождаются сильным снижением валютного курса, ситуация может еще больше ухудшиться в странах, имеющих крупные балансовые несоответствия. Кроме того, даже несмотря на то, что в ряде стран балансы в настоящее время защищены режимами регулируемых валютных курсов, неопределенность относительно устойчивости этой курсовой политики может приводить к повышению премий за риск. Мы иллюстрируем этот факт при помощи графика увеличения спредов по свопам кредитного дефолта¹ относительно процента кредитов в иностранной валюте² по семи странам ЦВЕ (первый рисунок).

В настоящей вставке описываются механизмы, лежащие в основе цикла спадов и подъемов в ответ на изменения премий по финансированию, с использованием модели открытой экономики, построенной таким образом, чтобы представлять экономику типовой страны ЦВЕ³. Рассматриваются два вида премий по финансированию. Во-первых, внутренние межбанковские ставки воплощают в себе экзогенную премию к мировым ставкам при корректировке с учетом ожидаемого снижения или повышения курса. Во-вторых, домашние хозяйства, которые являются чистыми заемщиками, используют жилищные активы в качестве залогового обеспечения по кредитам, и спред по роз-

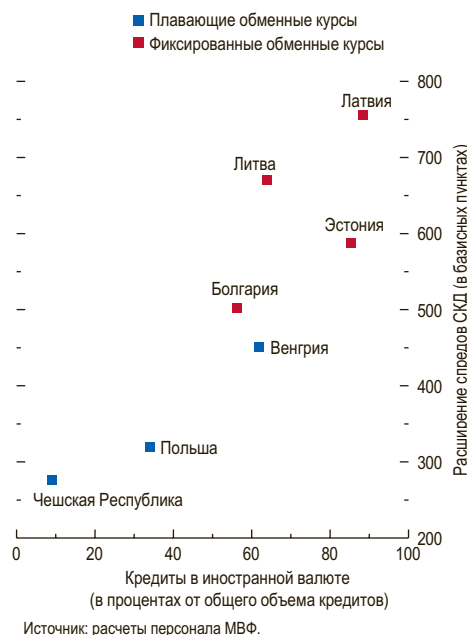
Авторами настоящей вставки являются Яромир Бенес, Кевин Клинтон и Даглас Лакстон.

¹Увеличение 5-летних спредов по свопам кредитного дефолта корпоративных обязательств в евро (Болгария: увеличение 5-летних спредов по свопам кредитного дефолта в долларах США) с января 2008 года по февраль 2009 года, согласно данным Bloomberg Financial Markets и оценкам персонала МВФ.

²Банковские кредиты нефинансовому сектору, в том числе населению, по состоянию на декабрь 2008 года (Венгрия: 4 квартал 2008 года), согласно данным центральных банков стран и оценкам персонала МВФ.

³Подробная информация о модели содержится в готовящейся к выходу работе Бенеса, Клинтона и Лакстона.

Открытые позиции в иностранной валюте тесно связаны с представлениями рынков о риске дефолта, независимо от курсового режима



ничному кредитованию возрастает в отношении кредита к стоимости имущества.

Кроме того, страна имеет крупный внешний долг и финансовую систему, которая существенно зависит от иностранного рефинансирования. Отношение импорта к ВВП является высоким, так как значительная доля импортируемых товаров используется для производства товаров на экспорт. Предполагается, что цены и зарплата являются более гибкими, чем в странах с развитой экономикой. Несколько различий между странами ЦВЕ делают их более или менее уязвимыми к внешним шокам. На серьезности проблем может сказываться, в частности: 1) доля долга в иностранной валюте, и 2) режим денежно-кредитной политики. Мы показываем, как результаты могут меняться с изменением этих двух характеристик.

Для того чтобы определить исходные условия, мы вначале моделируем бум на рынке жилья. Цены недвижимого имущества повышаются сверх их базовых уровней, и считается, что они останутся высокими постоянно. Это приводит к снижению отношений кредита к стоимости имущества и снижению премий за риск по займам населения. Низ-

Вставка 2.2 (продолжение)

кая стоимость финансирования и ожидания относительно будущего прироста капитала увеличивают потребление, дальнейшие инвестиции в недвижимость и, следовательно, ВВП. Рост спроса вызывает прирост импорта, который финансируется за счет притока иностранного капитала. Как следствие, со временем нарастает внешний долг. В конечном счете страна становится уязвимой к внутренним и внешним потрясениям. В этих имитационных расчетах шок премии за страновой риск вводится во время падения цен на жилье. Падение цен на жилье, вызываемое мировыми финансовыми кризисами, снижает стоимость залогового обеспечения и повышает премии по финансированию населения. Одновременно с этим страна в целом сталкивается с повышением премии за риск на международных финансовых рынках.

Корректировка цен на жилье

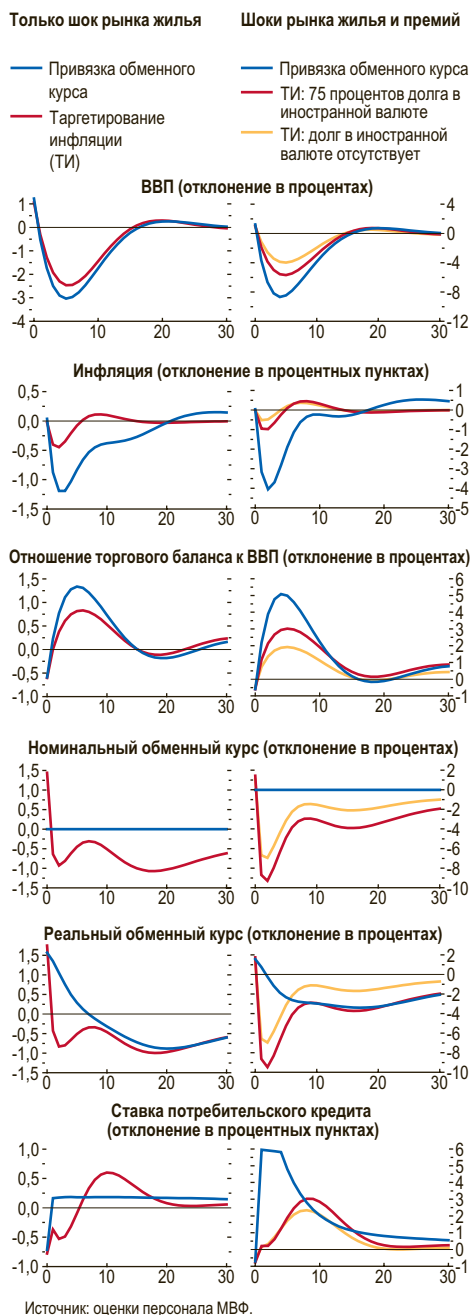
Вначале мы демонстрируем имитированную с помощью модели ответную реакцию на корректировку цен на жилье при фиксированном и гибком валютном курсе (второй рисунок, первый столбец). На начальном этапе в экономике имеется запас внешних обязательств, равный 100 процентам ВВП, из которых 75 процентов деноминировано в иностранной валюте. На пиковом уровне цены на жилье, по предположению, на 20 процентов выше уровня, наблюдавшегося до шока, и корректировка происходит в течение следующих четырех кварталов⁴. ВВП сокращается в течение продолжительного периода, так как возросшая стоимость кредитования, связанная с повышением отношения суммы кредита к стоимости имущества, усиливает воздействие предполагаемого сокращения богатства на расходы. Такая обратная связь в финансовом секторе известна как *финансовый акселератор*⁵. Более низкий спрос переходит в снижение инфляции. Поскольку сокращение доходов снижает спрос на импорт, торговый баланс улучшается. Эти изменения могут иметь место как при фиксированном, так и при гибком валютном курсе. Тем не менее, валютный режим имеет значение для других аспектов процесса корректировки. Корректировка цен на жилье предполагает снижение кур-

⁴Например, цены на квартиры в Риге, Латвия, снизились на 35 процента в годовом выражении в 2008 году, по сравнению с 62-процентным приростом в 2006 году, согласно изданию Global Property Guide (имеется по адресу: <http://www.globalpropertyguide.com>).

⁵См., например, Ben S. Bernanke (2007).

Имитационное моделирование

(Отклонение от фиксированного значения; по оси X указываются кварталы)



са при режиме плавающих курсов, так как центральный банк снижает процентную ставку, учитывая более низкий уровень объема производства и

инфляции⁶. Улучшение торгового баланса компенсирует повышение стоимости обслуживания долга, вызываемую снижением валютного курса. Это снижение также приводит к меньшему замедлению инфляции, так что инфляция не опускается значительно ниже целевого показателя.

В случае фиксированного курса целевого показателя инфляции как такового быть не может, и происходит значительное снижение инфляции ниже контрольного значения. Это находит отражение в неуклонном реальном снижении курса, в то время как номинальный обменный курс остается фиксированным. В действительности реальный обменный курс должен снижаться в течение некоторого времени. Это происходит быстро в случае гибкого курса, но медленно (через дифференциал инфляции) при фиксированном обменном курсе. Зарплата и цены в странах ЦВЕ являются относительно гибкими; если бы они были столь же негибкими, что и в странах с развитой экономикой, снижение реального курса и объема производства было бы более продолжительным⁷. Ставки кредитования повышаются немедленно при режиме привязки, так как она полностью отражает премию по финансированию после падения стоимости залогового обеспечения. В случае гибкого курса снижение ставки интервенции умеряет первоначальное повышение стоимости кредита. По мере возобновления роста объема производства политика ужесточается, и в течение некоторого времени ставки превышают долгосрочные уровни.

Корректировка цен на жилье в сочетании с шоком премий за страновой риск

Для того чтобы проиллюстрировать воздействие шока, которому подверглось доверие международных кредиторов одновременно со спадом на рынке жилья, мы моделируем прирост премии за страновой риск в размере 500 базисных пунктов за период в четыре квартала;⁸ затем это повы-

шение постепенно сходит на нет (второй рисунок, второй столбец).

Для фиксированного обменного курса показаны два случая: 75 процентов внешнего долга в иностранной валюте и вся сумма долга исключительно в национальной валюте. Нижняя часть второго столбца показывает эффекты для ставки потребительского кредита. При гибком обменном курсе это повышение существенно умеряется снижением ставки интервенции, которая реагирует на ослабление экономики.

В первом случае сокращение ВВП, усугубляемое более высокими ставками кредитования, очень велико. В самой нижней точке, по прошествии четырех кварталов, он почти на 6 процентов ниже контрольной величины. Восстановление занимает почти четыре года. Инфляция снижается в течение нескольких кварталов, а затем колеблется около целевого уровня. Торговое сальдо в процентах от ВВП переходит в фазу крупного и продолжительного профицита по отношению к контрольному значению. Это — необходимая часть процесса корректировки. Снижение валютного курса приводит к повышению стоимости обслуживания внешнего долга в национальной валюте и ухудшает состояние счета услуг в платежном балансе. В то же время процесс уменьшения доли заемных средств вызывает сокращение притока капитала. Для поддержания равновесия платежного баланса в условиях этих изменений необходимо повышение чистой выручки от торговли. Этот прирост возникает в связи с сокращением внутренних расходов и снижением валютного курса.

Реальный обменный курс снижается почти на 10 процентов относительно контрольного значения после 2 кварталов. Это отражает превышение целевого показателя по Дорнбушу, происходящее в ответ на повышение премии за страновой риск и снижение ставки интервенции⁹. Валютный курс в этом случае повышается медленно, оставаясь на уровне ниже контрольного значения в течение многих кварталов. Исходное снижение курса предполагает резкое ухудшение состояния национального баланса: стоимость обслуживания внешнего долга в национальной валюте повышается примерно на 7,5 процента годового ВВП.

⁹Модель содержит условие непокрытого процентного паритета, которое требует, чтобы валютный курс был ниже его долгосрочного значения, когда денежно-кредитная политика поддерживает межбанковскую ставку ниже ее равновесного значения. Ожидания относительно будущего повышения курса национальной валюты обеспечит необходимые стимулы к ее хранению.

⁶В данной модели премия за риск домашних хозяйств не оказывает влияния на оптовый межбанковский рынок или валютный рынок.

⁷Например, подразумеваемый условиями модели коэффициент потерь составляет примерно 1,4. Данные о факторах реальной и номинальной жесткости в новых государствах-членах ЕС приводятся, например, в работе Gray et al. (2007).

⁸Это вполне сопоставимо, к примеру, с приростами уровней спреда по свопам кредитных дефолтов наблюдавшихся в ряде стран ЦВЕ. Пятилетние спреды в последнее время возросли до 300 базисных пунктов (Чешская Республика), 600 базисных пунктов (Венгрия) или свыше 1000 базисных пунктов (Латвия) с одно- и двузначных значений в 2007 году, согласно данным Bloomberg Financial Markets.

Вставка 2.2 (окончание)

В том случае, когда весь долг деноминирован исключительно в национальной валюте, стоимостная оценка не оказывает негативного влияния на национальное богатство. Сокращение ВВП намного меньше — примерно 4 процента в самой нижней точке спада. Последствия для инфляции и торгового баланса также менее ярко выражены.

В рамках режима курсовой привязки стоимость долга не испытывает прямого воздействия независимо от его валютной структуры. Одно из важных допущений имитационного моделирования заключается в том, что режим привязки пользуется полным доверием; в отсутствие этого доверия шок причинял бы больший ущерб. Даже при полном доверии негативное воздействие совокупного шока на ВВП больше, чем в условиях гибкого валютного курса с высоким уровнем долга в иностранной валюте. А влияние на инфляцию является значительно более сильным, так как в условиях фиксированного обменного курса реальное снижение курса должно происходить за счет снижения цен.

Различие между этими двумя курсовыми режимами является значительно более заметным в случае совокупного шока, чем в случае одного только шока на рынке жилья. Это связано с тем, что стоимость заимствования для населения несет полную нагрузку повышения премии за страновой риск: решение поддерживать обменный курс на фиксированном уровне не позволяет снизить ставку интервенции.

Выводы для экономической политики

Эксперименты с имитационным моделированием показывают, что основные макроэкономические переменные лучше реагируют на шоки премий по финансированию при гибких обменных курсах, чем при фиксированных курсах. Однако это не означает, что гибкость обязательно является лучшим из возможных вариантов.

После негативного шока на валютном рынке перед центральным банком встает проблема вы-

бора между стабилизацией обменного курса и контролем над процентными ставками. При первом варианте высокие процентные ставки повышают стоимость заимствования и динамическую цену расходов сегодняшнего дня по отношению к завтрашнему. Это приводит к снижению внутреннего спроса с сокращением расходов как на отечественную продукцию, так и на импорт. При другом варианте динамическая цена отечественной продукции по отношению к иностранным товарам падает, переориентируя спрос на импорт на отечественные продукты, а также повышая конкурентоспособность экспорта. При такой оценке контроль над процентными ставками дает лучшие результаты, чем стабилизация обменного курса.

Вместе с тем в нашем анализе не рассматриваются возможные источники нестабильности, с которыми может столкнуться экономика при гибком курсе, особенно если корректировка является крупной и быстрой. Примерами этого служат узкие рынки, несоответствия структуры валют в балансах домашних хозяйств и фирм или преобладание краткосрочного внешнего долга.

В этом смысле имитационное моделирование дает больше информации о превентивных мерах, чем о действиях, которые следует предпринимать после начала кризиса. Один из главных уроков на будущее заключается в том, чтобы поощрять более осмотрительное поведение путем недопущения быстрого накопления долга и предотвращения несоответствия между активами и обязательствами. Негативные результаты экзогенных шоков для премий за риск подчеркивают роль, которую будут играть промышленно развитые страны в разрешении кризиса: восстановление финансовой стабильности в основных финансовых центрах поможет ослабить существующие жесткие ограничения, с которыми сталкиваются страны с формирующимся рынком.

пейского центрального банка последовала (ЕЦБ) позднее, но с того времени была весьма масштабной. Обеспокоенный высоким инфляционным давлением, ЕЦБ поднял ставки в июле 2008 года до 4,25 процента, но затем изменил подход, снизив ставки по основным операциям рефинансирования до 1,25 процента. Однако эффективная ставка «овернайт» ближе к ставке в 0,25 процента, взимаемой в рамках депозитного механизма. Поскольку инфляция,

по прогнозу, в среднесрочном плане останется значительно ниже целевого показателя, который «ниже 2-процентного уровня, но близок к нему», имеется возможность для дальнейшего снижения основной ставки рефинансирования.

В странах Европы с формирующимся рынком также прогнозируется заметное снижение темпов инфляции — с примерно 8 процентов в 2008 году до приблизительно 4 процентов в 2010 году. В соот-

ветствии с тенденцией бегства от риска валютные курсы уже значительно снизились в странах с формирующимся рынками, применяющих плавающие режимы, но последствия для инфляции ограничены в силу расширяющегося разрыва между потенциальным и фактическим объемом производства. Поскольку давление в сторону снижения валютных курсов было (и остается) высоким и может дестабилизировать балансы домашних хозяйств и корпораций в странах со значительным объемом кредитов, деноминированных в иностранной валюте, некоторые центральные банки решили поддерживать ставки на постоянном уровне или снижали процентные ставки лишь постепенно (например, в Венгрии). В Турции, где балансы населения относительно меньше подвержены риску снижения валютного курса, центральный банк снизил ставки достаточно энергично.

В настоящее время многие страны с развитой экономикой используют налогово-бюджетную политику наряду с денежно-кредитной для борьбы с рецессией, хотя многие страны сталкиваются с ограничениями, связанными с более жесткими условиями на рынках капитала. Помимо действия автоматических стабилизаторов, План восстановления экономики Европы предусматривает применение дискреционных налогово-бюджетных мер, которые будут приниматься в основном на национальном уровне, и направлен на обеспечение стимулов в размере примерно 1½ процента ВВП ЕС, причем предполагается, что в 2009 году стимулы составят приблизительно 1 процент, а в 2010 году — ½ процента. До настоящего времени страны ЕС в целом выполняли свои обязательства в рамках этого плана, которые обусловлены исходными показателями дефицита, уровнями государственного долга и другими факторами. Как следствие, прогнозируется, что дефицит сектора государственного управления в странах зоны евро увеличится с примерно ¼ процента ВВП в 2007 году до 5½ процента в 2009 году и 6 процентов в 2010 году (таблица А8). Стимулы в основном поступают из стран зоны евро, которые воспользовались предыдущим циклическим подъемом для приведения своих бюджетов в состояние, близкое к сбалансированному, или к профициту к 2007 году, таких как Германия, Испания, Кипр и Финляндия. В то же время в Бельгии, Ирландии и Испании наблюдается резкое расширение суверенных спредов — отражающее (в различной степени) обеспокоенность относительно условных обязательств, связанных с мерами политики для поддержки финансового сектора, — что ограничивает их будущие бюджетные возможности.

Ожидается, что стимулы будут незначительными или вообще не будут применяться в Греции, Италии и Португалии — странах, имевших дефицит, близкий к 3 процентам ВВП, в 2008 году и высокий уровень государственного долга или повышенные премии за риск. Прогнозируется, что в странах с развитой экономикой, не входящих в зону евро, будут зарегистрированы небольшие дефициты или профициты, за исключением Исландии и Соединенного Королевства. По прогнозам, дефицит Соединенного Королевства достигнет 11 процентов ВВП в 2010 году, что в основном будет обусловлено автоматическими стабилизаторами и сокращением доходов, связанным с ценами на активы, а не дискреционными стимулами.

Страны Европы с формирующимся рынком сталкиваются с беспрецедентным расширением премий за суверенный риск. Ввиду жестко ограниченного доступа к финансированию большинство из них не допускает свободного действия автоматических стабилизаторов, и ни одна из стран не вводит крупных стимулов.

Меры финансовой политики, направленные на преодоление напряженности с ликвидностью, в целом были энергичными и новаторскими, но запаздывали с точки зрения устранения озабоченности по поводу платежеспособности и обеспечения межстрановой координации. Как и в других случаях, это связано со сложностями политико-экономического характера. Центральные банки предоставляют ликвидность с более долгими сроками погашения и принимают широкий диапазон залогового обеспечения в операциях с последующим выкупом, включая активы, которые, по существу, перестали обращаться на рынке. Кроме того, большинство стран приняло меры к предоставлению гарантий по оптовому финансированию и обеспечению поддержки в рекапитализации банков, которые считаются жизнеспособными. Однако по-прежнему необходимо очистить банковские балансы от токсичных активов, берущих начало в США, что имеет решающее значение для восстановления доверия к банковской системе. Для того чтобы достичь этого, странам потребуется разработать и скоординировать механизмы установления цен, и Европейская комиссия и ЕЦБ предложили руководство в достижении этой цели. Однако координация была далеко не оптимальной. Острота кризиса неоднократно заставляла директивные органы врасплох, и они поддались национальным рефлексам «изоляциялизма» в попытках сформулировать ответные меры, подрывавшие, а не укреплявшие интервенции других стран, и не смогли выполнить

обязательства по предотвращению, урегулированию и преодолению кризиса, принятые Советом по экономическим и финансовым вопросам (ЭКО-ФИН) в мае 2008 года⁵.

Преодоление значительно более широких проблем, нарастающих в финансовых системах Европы (особенно тех, которые связаны с ухудшающимися перспективами для кредитных регистров, в частности, в отношении позиций со странами Европы с формирующимся рынком), требует значительно более энергичных и скоординированных мер финансовой политики в ответ на кризис. Существует настоятельная необходимость создать новые или укрепить существующие программы взаимной поддержки ЕС, с тем чтобы способствовать оперативному принятию общих ответных мер по преодолению возникающих трудностей с платежами во всех странах ЕС и, в идеале, во всех странах вблизи Европейского союза. Это крайне важно для того, чтобы не допустить неупорядоченной корректировки в одной стране, которая может потащить за собой другие страны. Недавнее решение ЕС об удвоении лимита экстренного кредитования (до 50 млрд евро) для государств-членов из числа стран Европы с формирующимся рынком является положительным шагом в этом направлении.

Что касается дальнейшей перспективы, текущий кризис подчеркнул значение укрепления институциональных механизмов координации и интеграции экономической политики во всем Европейском союзе. Один из главных уроков заключается в необходимости пересмотреть основу финансовой стабильности ЕС. Полезные шаги в этом направлении были предложены в докладе Группы Де Ларозьера от 25 февраля 2009 года. В конечном счете, необходима институциональная структура для регулирования и надзора, которая прочно основана на принципе совместной ответственности и подотчетности за финансовую стабильность, включая распределение финансового бремени, связанного с кризисом. В противном

⁵Например, общие гарантии или государственные средства на цели рекапитализации банков, предоставленные правительствами некоторых европейских стран, подрывали деловые перспективы банков в других странах, заставляя их официальные органы вводить аналогичные меры, что создавало сильную нагрузку на суверенные балансы и премии за риск. В настоящее время на банки оказывается нажим, с тем чтобы они обслуживали национальные рынки в первую очередь. Это принимает разные формы: заявления официальных органов, лимиты на дивиденды, которые дочерние банки могут уплачивать своим материнским компаниям за границей, угрозы исключить дочерние банки или отделения иностранных банков из участия во внутренних операциях в рамках денежно-кредитной политики, если не будут поддерживаться кредитные линии, и создание национальных межбанковских клиринговых палат.

случае в периоды кризисов будут продолжать преобладать пагубные национальные рефлексии.

Страны СНГ испытывают тройной удар

Прогнозируется, что из всех регионов глобальной экономики страны СНГ столкнутся с самым радикальным поворотом экономической фортуны в краткосрочном плане. Причина в том, что их экономика несет тяжелый урон в результате трех крупных шоков: финансовых потрясений, которые существенно сократили доступ к внешнему финансированию; снижения спроса со стороны стран с развитой экономикой; и связанного с этим падения цен на биржевые товары, в особенности на энергоресурсы.

Сильное прямое воздействие потрясений на финансовых рынках на экономику стран СНГ отражает резкий отток иностранного финансирования от их крупнейших нефинансовых фирм и, что более важно, из банковских систем (рис. 2.5). До кризиса все страны — кроме нескольких, финансовые сектора которых имели меньше внешних связей (Азербайджан, Таджикистан, Туркменистан, Узбекистан), — в существенной степени полагались на внешнее финансирование для поддержания уровня внутреннего заимствования, которое намного превосходило внутренний спрос на облигации или депозиты. Вскоре после того, как разразился кризис, нефинансовым фирмам и банкам стало очень трудно получать новое финансирование от инвесторов, которые не хотели вкладывать средства ни во что, кроме самых безопасных активов. В дополнение к этому давлению, население стало переключаться с активов в национальной валюте на активы в иностранной валюте. Россия, Казахстан, Беларусь и Украина понесли тяжелые потери, причем первые две страны использовали крупные суммы валютных резервов для смягчения воздействия шока на валютный курс. Ожидается, что в краткосрочном плане эти страны будут иметь лишь очень ограниченный доступ к внешнему финансированию, за исключением России, которая, вероятно, будет иметь больше возможностей, чтобы продолжать уплачивать ставки по пролонгируемым кредитам. Беларусь и Украина испытывали затруднения с обслуживанием внешних обязательств и получили финансирование от МВФ; Армения и Грузия также получают поддержку от МВФ, хотя договоренность с Грузией была заключена еще до финансового кризиса.

Начало финансового кризиса совпадает с ухудшением перспектив экспорта и цен на биржевые товары из-за резкого ослабления активности в странах с развитой экономикой. Это увеличило

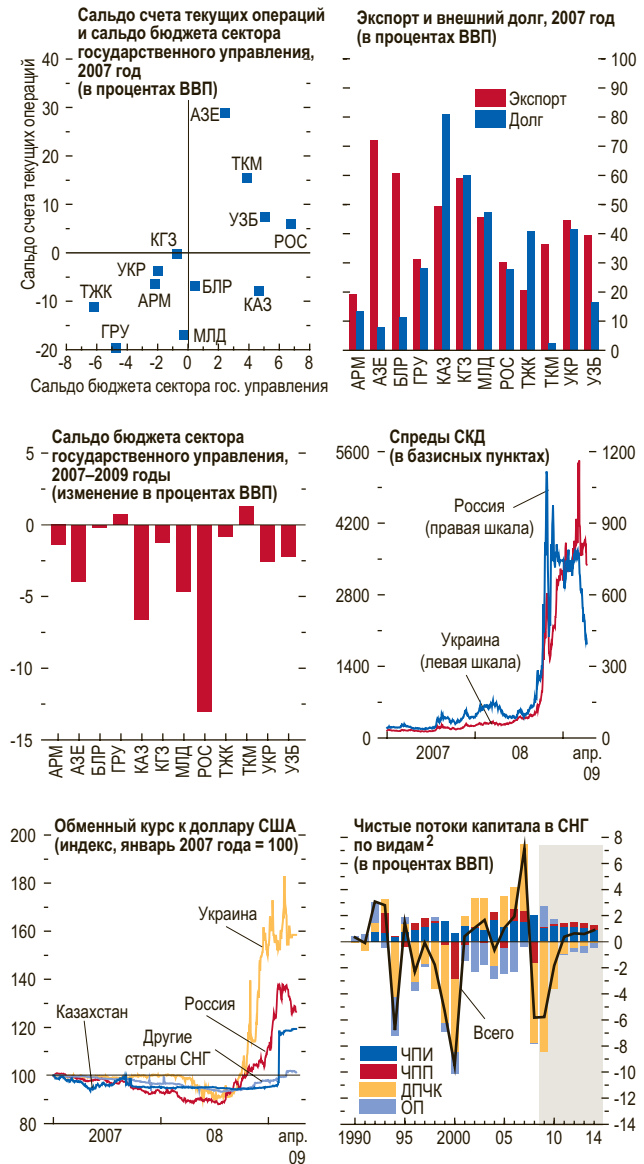
давление на страны СНГ с открытыми банковскими системами и резко подорвало перспективы экономического роста для экспортеров биржевых товаров, включая Россию, Казахстан и Украину, а также стран с менее открытой экономикой, например, Туркменистана. Другие страны, включая Кыргызскую Республику, Таджикистан и Узбекистан, как ожидается, пострадают от сокращения денежных переводов из-за границы, в частности, от работников-мигрантов в России. Ожидается, что сальдо счета текущих операций по этому региону в целом будет равно нулю в 2009 году — серьезное изменение по сравнению с крупным профицитом по счету текущих операций в 2007–2008 годы (таблица 2.5). Однако перспективы стран-экспортеров и импортеров энергоресурсов существенно различаются: по прогнозам, крупные профициты по счету текущих операций первых исчезнут в связи с падением цен на биржевые товары, тогда как внешние дефициты последних резко сузятся в связи с ужесточением условий финансирования.

Хотя многие страны СНГ лучше приспособлены к тому, чтобы выдержать кризис, чем после долгового дефолта России в 1998 году, последствия, тем не менее, будут тяжелыми. Прогнозируется, что реальный ВВП данного региона, который увеличился на 8½ процента в 2007 году, сократится на чуть более 5 процентов в 2009 году, что будет самым низким темпом среди всех регионов стран с формирующимся рынком. Ожидается, что в 2010 году темп роста вновь повысится и составит более 1 процента. В условиях давления на валютные курсы ожидается, что инфляция останется на уровне, близком к двузначным показателям в странах — чистых экспортерах энергоресурсов, несмотря на замедление активности. Ожидается, что в странах — чистых импортерах нефти инфляционное давление будет снижаться быстрее.

Основная задача, стоящая перед директивными органами в странах СНГ, заключается в том, чтобы добиться правильного соотношения между использованием мер макроэкономической политики для смягчения воздействия чистого оттока капитала на экономическую активность и поддержанием доверия к национальным валютам. Поскольку в большинстве стран действуют режимы привязки валютных курсов, директивным денежно-кредитным органам пришлось выбирать между использованием резервов, повышением ставок интервенции для защиты режимов привязки и созданием возможности для снижения валютных курсов. Страны, которые могли себе это позволить, включая Россию и Казахстан, первоначально использовали валют-

Рисунок 2.5. Содружество Независимых Государств (СНГ): борьба с оттоком капитала¹

Финансовый стресс нанес серьезный урон большинству стран СНГ. Пострадали даже страны, имеющие положительное сальдо по счету текущих операций и профицит бюджета, в основном из-за их внешних долговых обязательств и снижающихся экспортных цен на энергоресурсы. Страны, имеющие для этого возможности, ослабляют налогово-бюджетную политику. Но в условиях расширяющихся суверенных спредов пространство для налогово-бюджетных стимулов стало ограниченным. Валютные курсы снижаются. Потребуется много лет для того, чтобы потоки капитала восстановились после шока, вызванного кризисом.



Источники: Thompson Datastream; оценки персонала МВФ.

¹ АРМ — Армения; АЗЕ — Азербайджан; БЛР — Беларусь; ГРУ — Грузия; КАЗ — Казахстан; КГЗ — Кыргызская Республика; МЛД — Молдова; РОС — Россия; ТЖК — Таджикистан; ТКМ — Туркменистан; УКР — Украина; УЗБ — Узбекистан.

² ЧПИ — частные прямые инвестиции; ЧПП — частные портфельные потоки; ДПЧК — другие потоки частного капитала; ОП — официальные потоки.

Таблица 2.5. Содружество Независимых Государств: реальный ВВП, потребительские цены и сальдо счета текущих операций

(Годовое изменение в процентах, если не указано иное)

	Реальный ВВП				Потребительские цены ¹				Сальдо счета текущих операций ²			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
Содружество Независимых Государств	8,6	5,5	-5,1	1,2	9,7	15,6	12,6	9,5	4,2	5,0	0,1	1,5
Россия	8,1	5,6	-6,0	0,5	9,0	14,1	12,9	9,9	5,9	6,1	0,5	1,4
Украина	7,9	2,1	-8,0	1,0	12,8	25,2	16,8	10,0	-3,7	-7,2	0,6	1,4
Казахстан	8,9	3,2	-2,0	1,5	10,8	17,2	9,5	8,7	-7,8	5,3	-6,4	1,1
Беларусь	8,6	10,0	-4,3	1,6	8,4	14,8	12,6	6,0	-6,8	-8,4	-8,1	-5,6
Туркменистан	11,6	9,8	6,9	7,0	6,3	15,0	10,0	8,0	15,4	19,6	15,7	9,2
Азербайджан	23,4	11,6	2,5	12,3	16,6	20,8	4,0	7,0	28,8	35,5	10,8	18,4
Страны СНГ с низкими доходами	14,3	8,8	2,7	7,2	12,6	15,9	7,4	7,9	8,1	12,0	1,5	5,2
Армения	13,8	6,8	-5,0	0,0	4,4	9,0	3,6	7,2	-6,4	-12,6	-11,5	-11,0
Грузия	12,4	2,0	1,0	3,0	9,2	10,0	5,0	6,5	-19,6	-22,6	-16,4	-16,7
Кыргызская Республика	8,5	7,6	0,9	2,9	10,2	24,5	12,4	8,6	-0,2	-6,5	-6,3	-8,4
Молдова	4,0	7,2	-3,4	0,0	12,4	12,7	2,6	4,7	-17,0	-19,4	-19,4	-16,6
Таджикистан	7,8	7,9	2,0	3,0	13,2	20,4	11,9	11,5	-11,2	-8,8	-9,7	-8,3
Узбекистан	9,5	9,0	7,0	7,0	12,3	12,7	12,5	9,5	7,3	13,6	7,7	6,8
<i>Для справки</i>												
Чистые экспортеры энергоресурсов ³	8,6	5,8	-4,9	1,2	9,4	14,5	12,3	9,7	5,6	7,0	0,7	2,2
Чистые импортеры энергоресурсов ⁴	8,4	4,3	-6,1	1,3	11,4	21,3	14,2	8,7	-5,5	-8,7	-4,1	-2,8

¹Изменения потребительских цен показаны как среднегодовые значения. Изменения с декабря по декабрь приведены в таблице А7 Статистического приложения.

²В процентах ВВП.

³Включают Азербайджан, Казахстан, Россию, Туркменистан и Узбекистан.

⁴Включают Армению, Беларусь, Грузию, Кыргызскую Республику, Молдову, Таджикистан и Украину.

ные резервы. Однако, столкнувшись с очень сильным давлением, они с тех пор изменили свой курс: Россия допустила снижение курса рубля значительно ниже предыдущего диапазона и повысила процентные ставки, а Казахстан выбрал поэтапную девальвацию в размере примерно 18 процентов (см. рис. 2.5). Другие страны, включая Украину и Беларусь, испытали сильное снижение валютных курсов на ранних стадиях кризиса.

Проблема, стоящая перед этими странами, заключается в том, что быстрое снижение валютных курсов повышает эффективное бремя долга для нефинансовых фирм, которые брали займы в иностранной валюте. По существу, доля кредита, номинированного в иностранной валюте, в кредите отечественных банков составляет диапазон от почти 30 процентов в Беларуси и России до примерно 50 процентов в Казахстане и Украине и примерно 70 процентов в Грузии. Выполнение этих валютных обязательств в условиях снижения обменных курсов потребовало значительного сокращения инвестиций и занятости в нескольких из этих стран. По той же причине дефолты еще больше усугубили бы и без того весьма сильную нагрузку на балан-

сы банков и ухудшили перспективы для возобновления роста кредита.

В этих условиях государственная поддержка банковской системы имеет решающее значение. Страны, банковские системы которых испытывают необходимость пролонгировать внешний долг — например, Беларусь, Грузия, Казахстан, Россия и Украина, — уже приняли меры по исправлению положения. К их числу относятся: предоставление значительной ликвидности центральными банками, государственные гарантии, финансирование на цели рекапитализации (в том числе от международных финансовых организаций) и национализация. Важнейшее значение будет иметь тщательная оценка банковских балансов в целях профилактического списания безнадежных долгов, выявления банков, имеющих устойчивые среднесрочные перспективы, и пополнения их капитала по мере необходимости с использованием бюджетных ресурсов, а не поддержки центральных банков. Учитывая необходимость в значительной государственной поддержке банков и трудные условия на финансовых рынках, возможности для предоставления стимулов в рамках налогово-бюджетной политики являются ограниченными в большинстве

стран СНГ. Беларуси и Украине пришлось ужесточить политику. Грузия и Кыргызская Республика могут допустить действие автоматических стабилизаторов при условии, что доноры предоставят им достаточную поддержку. В Азербайджане, Казахстане, России и Узбекистане (в которых перед кризисом существовали профициты бюджета) для поддержания экономического роста были созданы возможности для действия автоматических стабилизаторов и либерализована налогово-бюджетная политика.

Другие страны с развитой экономикой преодолевают шоки, связанные с неблагоприятными условиями торговли

Резкое снижение спроса в США и Азии и падение цен на биржевые товары неблагоприятно отражаются на экономической активности в Канаде, Австралии и Новой Зеландии. Население также сталкивается со снижением благосостояния, связанным с обвалом на рынках акций и, в меньшей степени, падением цен на жилье после быстрого повышения вплоть до 2007 года. В последние годы эти страны получали выгоды от весьма благоприятных условий торговли, главным образом благодаря высоким экспортным ценам на энергоресурсы, минеральное сырье и продукты питания. Это создало возможности для быстрого роста экономики этих стран: средние темпы роста в течение пяти лет до 2008 года, как правило, находились в диапазоне от 2½ до 4 процентов.

В условиях более низких цен на биржевые товары, снизившегося благосостояния населения и перспектив вялого спроса на экспорт со стороны США, Европы и Азии, прогнозы на 2009 год предполагают умеренное сокращение объема производства в Канаде, Австралии и Новой Зеландии в 2009 году до начала возобновления роста в 2010 году (см. таблицу 2.1). Риски снижения темпов по сравнению с прогнозом связаны с возможностью более значительного сокращения мирового спроса и расширенными спредами по внешнему финансированию ввиду повышенной несклонности иностранных кредиторов к риску. Риск представляется более высоким в Австралии и Новой Зеландии из-за их относительно высокого уровня внешних обязательств: на конец 2008 года чистые внешние обязательства Австралии и Новой Зеландии составляли более 60 и 90 процентов доходов, соответственно, хотя значительная часть долга деноминирована в национальной валюте или хеджирована.

К счастью, благодаря консервативному управлению денежно-кредитной и налогово-бюджетной политикой в этих странах их директивные органы

в настоящее время имеют больше возможностей для смягчения последствий дальнейшего сокращения спроса, чем в других странах. Ставки интервенции были быстро снижены и могут быть снижены еще больше. В результате этих снижений и ухудшения условий торговли обменные курсы существенно снизились в номинальном выражении, так что доходы от биржевых товаров в национальной валюте не уменьшились в столь же значительной степени, что и мировые цены (рис. 2.6). Инициативы центральных банков и правительств в форме гарантий по депозитам и другому банковскому финансированию, как и другие меры по стабилизации финансовых систем, до настоящего времени поддерживали потоки иностранных кредитов. После ряда лет непрерывного профицита налогово-бюджетные позиции устойчивы, и предоставляются значительные налогово-бюджетные стимулы. Однако ввиду относительно сильной зависимости от спроса США и Азии, а также от внешнего финансирования, существуют пределы тому, чего можно добиться при помощи мер внутренней политики.

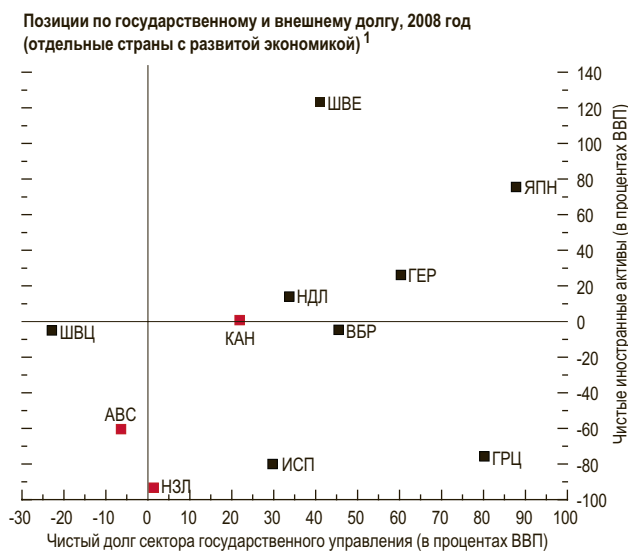
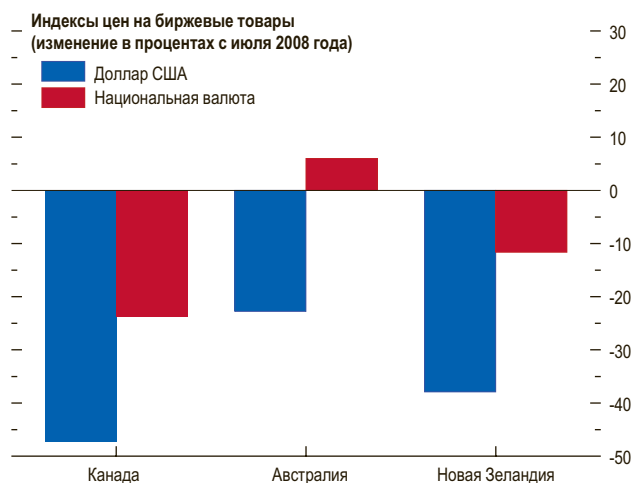
Страны Латинской Америки и Карибского бассейна сталкиваются с растущим давлением

Как и в других регионах с формирующимся рынком, стресс в финансовом секторе и сокращение доли заемных средств в странах с развитой экономикой приводят к повышению стоимости заимствования и сокращению притока капитала во всем регионе Латинской Америки и Карибского бассейна. Кроме того, снижение цен на биржевые товары наносит удары крупным странам этого региона — Аргентине, Бразилии, Венесуэле, Мексике и Чили, которые относятся к числу основных экспортеров сырья в мире. Помимо этого, спад в странах с развитой экономикой (особенно в США, крупнейшем торговом партнере данного региона) подавляет внешний спрос и снижает доходы от экспорта, туризма и денежных переводов. Как следствие, регион страдает от того же тройного шока, что и страны СНГ. Однако, в отличие от последних, на момент начала кризиса государственные и частные балансы были относительно прочными в этих странах, которые также имели меньше финансовых связей с банковскими системами стран с развитой экономикой. Поэтому прогнозируется, что снижение темпов роста в целом будет менее экстремальным, чем в СНГ или странах Европы с формирующимся рынком.

Глобальный финансовый кризис быстро распространился на рынки Латинской Америки и Кариб-

Рисунок 2.6. Канада, Австралия и Новая Зеландия: преодоление шоков в области условий торговли

Мировые цены на биржевые товары резко упали по сравнению с недавними высокими уровнями, но эффекты этого падения смягчились благодаря снижению валютных курсов. Правительства создали значительное пространство для налогового-бюджетных стимулов, но повышенный уровень чистого частного внешнего долга делает Австралию и Новую Зеландию более уязвимыми к шокам внешнего финансирования.



Источники: Haver Analytics; расчеты персонала МВФ.

¹ В число стран с развитой экономикой, по которым имеются данные за 2008 год, относятся: Австралия (АВС), Германия (ГЕР), Греция (ГРЦ), Испания (ИСП), Канада (КАН), Нидерланды (НДЛ), Новая Зеландия (НЗЛ), Соединенное Королевство (ВБР), Швейцария (ШВЕ), Швеция (ШВЦ) и Япония (ЯПН).

ского бассейна после середины сентября 2008 года. На национальных фондовых рынках началась интенсивная распродажа, причем наибольшее снижение (примерно 25 процентов) испытала Аргентина (рис. 2.7). Курсы национальных валют резко снизились, особенно в Бразилии и Мексике, которые являются крупными экспортёрами биржевых товаров с гибкими курсовыми режимами. Затраты внутренних банков на финансирование возросли, особенно для малых и средних банков. Стоимость внешнего заимствования также возросла, так как более широкие спреды по суверенным и корпоративным долговым обязательствам лишь частично компенсировались более низкой доходностью казначейских векселей США, и потоки капитала в этом регионе ослабли в последнем квартале 2008 года. Тем не менее, финансовые рынки применяли дифференцированный подход к заемщикам: стоимость финансирования существенно возросла для некоторых стран (например, Аргентины, Венесуэлы и Эквадора), но остается относительно низкой для других стран, имевших лучшие исходные позиции и более крупные резервы для проведения политики, включая Бразилию, Колумбию, Мексику, Перу и Чили. Некоторые из этих последних стран в последние месяцы успешно выпускали внешние долговые обязательства.

Неблагоприятные последствия для реальной экономической деятельности не замедлили проявиться. Падение цен на биржевые товары ухудшило перспективы экономического роста для производителей биржевых товаров в данном регионе (в основном Аргентины, Боливии, Бразилии, Венесуэлы, Колумбии, Мексики, Перу, Тринидада и Тобаго, Уругвая, Чили и Эквадора), хотя оно и помогло импортёрам биржевых товаров в Карибском бассейне и Центральной Америке. Кроме того, спад в странах с развитой экономикой, в частности США, привел к снижению спроса на экспорт, ослаблению туризма и сокращению денежных переводов работников — основных факторов поддержки в странах Карибского бассейна и Центральной Америки. В результате действия всех этих факторов рост кредита резко замедлился, промышленное производство и экспорт упали, а потребительская уверенность значительно снизилась по всему региону.

Принимая во внимание очень сложную внешнюю обстановку, большинство стран выдерживает шторм относительно успешно по сравнению с прошлыми эпизодами глобальных потрясений, благодаря улучшению основ экономической политики и состояния балансов. Тем не менее, прогнозируется, что реальный ВВП сократится на 1½ процента в 2009 году, а потом начнет немного повы-

шаться в 2010 году (таблица 2.6). Внутренний спрос снизится на 2¼ процента в 2009 году в связи с более дорогостоящим и дефицитным внешним финансированием, а также более низким спросом на продукты отечественного производства. Поскольку валютный курс действует как амортизатор шоков, прогнозируется, что экономическая активность снизится менее резко или даже немного повысится в ряде стран, применяющих таргетирование инфляции (Бразилии, Перу, Уругвае, Чили)⁶. Ожидается, что сокращение будет наиболее острым в Мексике, невзирая на смягчающее воздействие гибкого обменного курса, в Венесуэле, а также в ряде очень малых стран, зависящих от туризма (Антигуа и Барбуде, Багамских Островах, Барбадосе, Ямайке).

Ожидается, что по мере расширения разрыва между фактическим и потенциальным производством инфляционное давление будет спадать, несмотря на передачу воздействия снижения валютных курсов в ряде стран. По региону в целом прогнозируется снижение инфляции с 8 процентов в 2008 году до примерно 6½ процента в 2009 году. В то же время дефицит по счету текущих операций в этом регионе, согласно прогнозу, увеличится до чуть более 2 процентов в 2009 году (с примерно ¾ процента в 2008 году) в связи с негативными эффектами условий торговли.

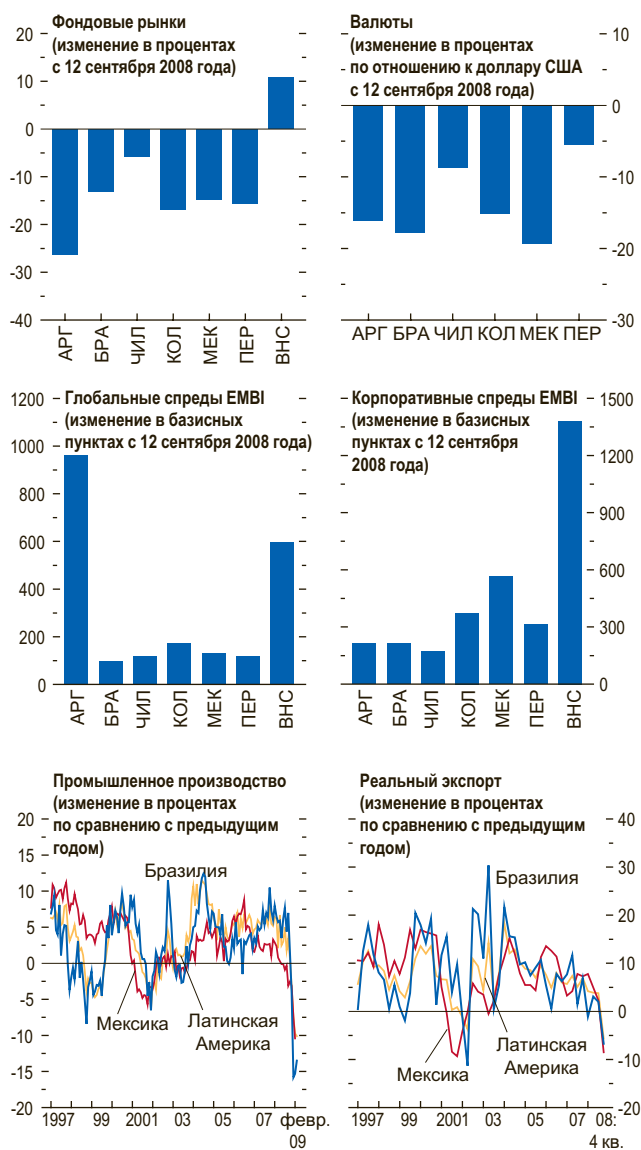
Риски для этого прогноза прочно смещены в сторону снижения темпов. Основная опасность состоит в том, что продолжительное сокращение доли заемных средств в финансовом секторе стран с развитой экономикой приведет к длительной остановке притоков капитала, что потребует еще более глубокой внутренней корректировки. Учитывая крупномасштабные потребности в пролонгации кредитов, корпоративный и государственный сектора будут особенно уязвимыми в ряде стран. Кроме того, дальнейшее падение цен на биржевые товары оказало бы негативное воздействие на экспорт и экономический рост в большинстве стран этого региона.

Главнейшая задача экономической политики состоит в смягчении корректировки в ответ на внешние шоки. Однако, учитывая высокую степень открытости экономики этого региона и его зависимость от потоков капитала, потенциальные выгоды от контрциклических мер политики должны быть сбалансированы с потенциальными издержками дестабилизации доверия иностранных инвесторов, повышения стоимости внешнего заимствования и дальнейшего сокращения потоков

⁶Однако в некоторых из этих стран корпоративный сектор понес крупные убытки по внебалансовым позициям в связи со снижением валютных курсов.

Рисунок 2.7. Латинская Америка: растущее давление¹

Глобальный финансовый кризис быстро распространился на Латинскую Америку и страны Карибского бассейна по мере быстрой распродажи активов на местных фондовых рынках и снижения курсов национальных валют. Стоимость внешнего заимствования резко возросла, особенно для стран с более слабыми экономическими детерминантами. Вскоре кризис начал оказывать воздействие на активность в реальном секторе. В условиях одновременного снижения внешнего спроса и цен на биржевые товары промышленное производство и экспорт резко сократились.



Источники: Bloomberg Financial Markets; Haver Analytics; расчеты персонала МВФ.
¹ АРГ — Аргентина; БРА — Бразилия; ВНС — Венесуэла; КОЛ — Колумбия; МЕК — Мексика; ПЕР — Перу; ЧИЛ — Чили.

Таблица 2.6. Отдельные страны Западного полушария: реальный ВВП, потребительские цены и сальдо счета текущих операций

(Годовое изменение в процентах, если не указано иное)

	Реальный ВВП				Потребительские цены ¹				Сальдо счета текущих операций ²			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
Западное полушарие	5,7	4,2	-1,5	1,6	5,4	7,9	6,6	6,2	0,4	-0,7	-2,2	-1,6
Южная Америка и Мексика³	5,7	4,2	-1,6	1,6	5,3	7,7	6,7	6,3	0,7	-0,3	-1,9	-1,3
Аргентина ⁴	8,7	7,0	-1,5	0,7	8,8	8,6	6,7	7,3	1,6	1,4	1,0	1,8
Бразилия	5,7	5,1	-1,3	2,2	3,6	5,7	4,8	4,0	0,1	-1,8	-1,8	-1,8
Чили	4,7	3,2	0,1	3,0	4,4	8,7	2,9	3,5	4,4	-2,0	-4,8	-5,0
Колумбия	7,5	2,5	0,0	1,3	5,5	7,0	5,4	4,0	-2,8	-2,8	-3,9	-3,3
Эквадор	2,5	5,3	-2,0	1,0	2,3	8,4	4,0	3,0	2,3	2,4	-3,5	-2,3
Мексика	3,3	1,3	-3,7	1,0	4,0	5,1	4,8	3,4	-0,8	-1,4	-2,5	-2,2
Перу	8,9	9,8	3,5	4,5	1,8	5,8	4,1	2,5	1,4	-3,3	-3,3	-3,2
Уругвай	7,6	8,9	1,3	2,0	8,1	7,9	7,0	6,7	-0,8	-3,6	-1,7	-2,4
Венесуэла	8,4	4,8	-2,2	-0,5	18,7	30,4	36,4	43,5	8,8	12,3	-0,4	4,1
Центральная Америка⁵	6,9	4,3	1,1	1,8	6,8	11,2	5,9	5,5	-7,0	-9,2	-6,1	-7,1
Карибский бассейн⁵	5,8	3,0	-0,2	1,5	6,7	11,9	4,0	5,8	-1,5	-2,8	-5,1	-4,1

¹Изменения потребительских цен показаны как среднегодовые значения. Изменения с декабря по декабрь приведены в таблице А7 Статистического приложения.

²В процентах ВВП.

³Включая Боливию и Парагвай.

⁴По оценкам частных аналитиков, инфляция индекса потребительских цен (ИПЦ) была значительно выше.

⁵Страновой состав этих региональных групп определен в таблице F Статистического приложения.

капитала. Возможности для проведения мер политики в различных странах значительно различаются: страны с лучшими основами и большими резервами смогут в той или иной степени компенсировать эффекты глобального кризиса, тогда как другие страны могут быть вынуждены ужесточить политику во избежание нестабильности.

Задача, стоящая перед денежно-кредитной и курсовой политикой, является особенно трудной. Данный регион вступил в кризис, имея относительно высокий уровень инфляции. В странах, применяющих режимы таргетирования инфляции, ее уровень был выше целевых диапазонов во всех случаях, кроме Бразилии. Столкнувшись с негативными шоками для потоков капитала и давлением спроса на обменные курсы, центральные банки в этих странах уклонялись от снижения ставок до декабря, когда центральный банк Колумбии снизил свою ставку интервенции на 50 базисных пунктов. Когда резкое ослабление активности в реальном секторе стало особенно очевидным, а инфляция начала замедляться, центральные банки Бразилии, Мексики, Перу и Чили последовали этому примеру. В странах с менее гибкими курсовыми режимами некоторые центральные банки допустили небольшое снижение валютного курса (Аргентина). Во всем регионе использовались существующие буферные резервы, с тем чтобы облегчить давление на валютный курс

и сгладить корректировку в ответ на шоки. Обеспечение сбалансированности между внутренним и внешним давлением может стать более сложным делом, особенно если глобальные финансовые условия еще больше ухудшатся. Тем не менее, центральные банки в странах с более гибкими валютными курсами, подкрепляемыми надежными системами таргетирования инфляции (например, в Бразилии, Колумбии, Мексике и Чили), будут иметь возможность для дальнейшего снижения ставок интервенции, особенно если инфляция будет по-прежнему снижаться быстрыми темпами.

Возможности разных стран для смягчения негативных эффектов внешних шоков посредством налогово-бюджетной политики существенно различаются. Замедление активности и снижение цен на биржевые товары, по прогнозам, ослабят налогово-бюджетные позиции во всем регионе в 2009 году. В странах с высокой стоимостью внешнего заимствования и большими потребностями в финансировании способность директивных органов проводить контрициклическую налогово-бюджетную политику будет серьезно ограничена. По существу, такие усилия могут иметь обратный эффект в виде более высокой стоимости заимствования и большей потери резервов. В других странах существующие бюджетные возможности уже частично используются, учитывая объявленные пакеты стимулов в ряде стран

с более низкими уровнями долга, включая Бразилию, Мексику, Перу и Чили.

В свете усложняющейся внешней обстановки очень высока ценность поддержания бесперебойного функционирования внутренних финансовых рынков. По мере сокращения банками и иностранными инвесторами своих позиций в странах этого региона относительная значимость внутреннего финансирования будет возрастать. Чтобы избежать полномасштабного сокращения кредита, важно будет поддерживать стабильные условия кредитования (в национальной валюте) и содействовать потокам кредита. Многие страны уже приняли меры по обеспечению ликвидности и поддержке притока кредита, особенно в корпоративный сектор (в частности, Бразилия и Мексика). Несколько стран обратились за помощью к МВФ, в том числе в рамках превентивных договоренностей (Коста-Рика, Сальвадор), а Мексика получила доступ к новой гибкой кредитной линии. Хотя внутренние финансовые системы в настоящее время являются более устойчивыми, чем в прошлом, в ряде случаев не следует недооценивать возможность возникновения проблем в банковской сфере, учитывая неблагоприятную внешнюю среду. Это требует продолжения работы по совершенствованию финансовых систем защиты и основ санации банков.

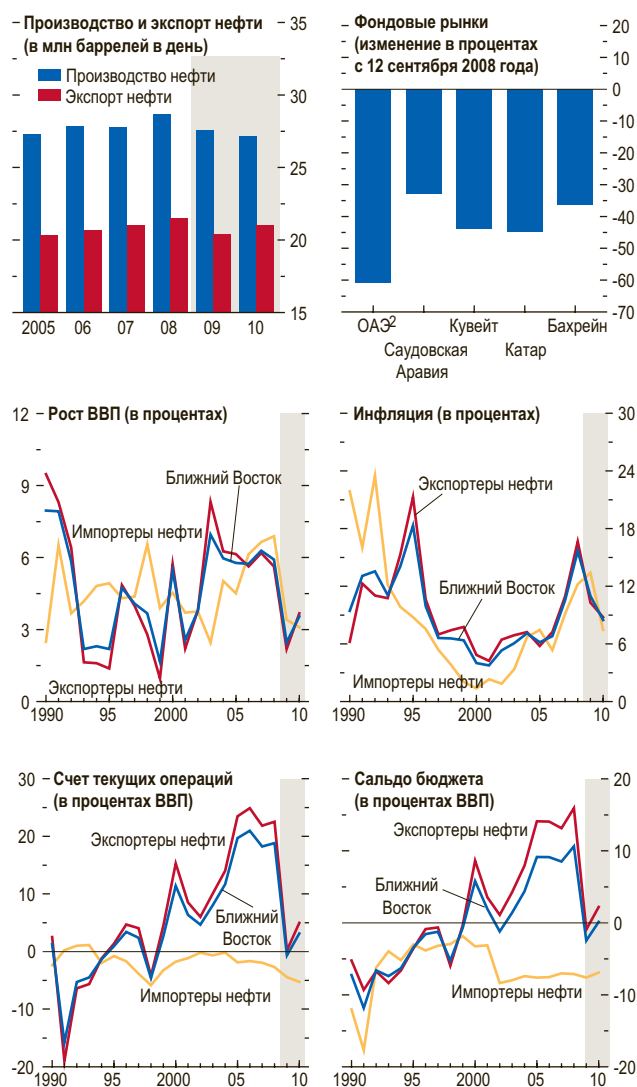
Страны Ближнего Востока защищаются от глобальных шоков

Глобальный кризис не пощадил и страны Ближнего Востока. Крайне резкое падение цен на нефть наносит тяжелый урон этому региону (рис. 2.8). На ситуации также сказывается ухудшение условий внешнего финансирования и резкий отток капитала: национальные рынки недвижимости и акций испытывают интенсивное давление по всему региону, состояние внутренней ликвидности ухудшилось, кредитные спреды резко возросли для некоторых фирм, в ряде стран возникла напряженность в финансовой системе, а суверенные фонды благосостояния понесли убытки по инвестициям на глобальных рынках. Кроме того, значительное сокращение внешнего спроса (в том числе со стороны стран в регионе Персидского залива) замедляет рост кредита, уменьшает денежные переводы работников и доходы от туризма (Египет, Иордания, Ливан).

Хотя весьма экспансионистские меры политики должны ослабить воздействие этих неблагоприятных шоков, ожидается, что они будут иметь серьезные негативные последствия для экономической деятельности. По прогнозу, в регионе в целом темп

Рисунок 2.8. Ближний Восток: преодоление проблем, связанных со снижением цен на нефть¹

Резкое снижение цен на нефть наносит данному региону тяжелый урон. С ухудшением условий внешнего финансирования и прекращением притока капитала многие фондовые рынки и недвижимость понесли значительные убытки. Несмотря на поддержку в рамках политики, прогнозируется, что в 2009 году экономический рост замедлится, а инфляционное давление существенно снизится. В то же время предстоит резкое ухудшение сальдо внешнеэкономических операций и бюджета в связи с исчерпанием буферных резервов, накопленных в годы бума, для смягчения воздействия кризиса.



Источники: Bloomberg Financial Markets; оценки персонала МВФ.

¹ К числу экспортеров нефти относятся Бахрейн, Исламскую Республику Иран, Йеменскую Республику, Катар, Кувейт, Ливию, Объединенные Арабские Эмираты, Оман и Саудовскую Аравию. К числу импортеров нефти относятся Египет, Иордания, Ливан и Сирийская Арабская Республика.

² Объединенные Арабские Эмираты.

Таблица 2.7. Отдельные страны Ближнего Востока: реальный ВВП, потребительские цены и сальдо счета текущих операций

(Годовое изменение в процентах, если не указано иное)

	Реальный ВВП				Потребительские цены ¹				Сальдо счета текущих операций ²			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
Ближний Восток	6,3	5,9	2,5	3,5	10,5	15,6	11,0	8,5	18,2	18,8	-0,6	3,2
Экспортеры нефти³	6,2	5,6	2,2	3,7	10,9	16,7	10,3	8,8	21,9	22,5	0,2	5,0
Исл. Респ. Иран	7,8	4,5	3,2	3,0	18,4	26,0	18,0	15,0	11,9	5,2	-5,2	-3,6
Саудовская Аравия	3,5	4,6	-0,9	2,9	4,1	9,9	5,5	4,5	25,1	28,9	-1,8	4,5
Объединенные Арабские Эмираты	6,3	7,4	-0,6	1,6	11,1	11,5	2,0	3,1	16,1	15,8	-5,6	-1,0
Кувейт	2,5	6,3	-1,1	2,4	5,5	10,5	6,0	4,8	44,7	44,7	25,8	29,3
Машрек	6,7	6,9	3,4	3,1	9,1	12,2	13,4	7,5	-1,9	-2,7	-4,4	-5,3
Египет	7,1	7,2	3,6	3,0	11,0	11,7	16,5	8,6	1,4	0,5	-3,0	-4,1
Сирийская Арабская республика	4,2	5,2	3,0	2,8	4,7	14,5	7,5	6,0	-3,3	-4,0	-3,1	-4,4
Иордания	6,6	6,0	3,0	4,0	5,4	14,9	4,0	3,6	-16,8	-12,7	-11,2	-10,6
Ливан	7,5	8,5	3,0	4,0	4,1	10,8	3,6	2,1	-7,1	-11,4	-10,5	-10,0
<i>Для справки</i>												
Израиль	5,4	3,9	-1,7	0,3	0,5	4,7	1,4	0,8	2,8	1,2	1,1	0,3

¹Изменения потребительских цен показаны как среднегодовые значения. Изменения с декабря по декабрь приведены в таблице А7 Статистического приложения.

²В процентах ВВП.

³Включают Бахрейн, Исламскую Республику Иран, Йеменскую Республику, Катар, Кувейт, Ливию, Объединенные Арабские Эмираты, Оман и Саудовскую Аравию.

роста снизится с 6 процентов в 2008 году до 2½ процента в 2009 году (таблица 2.7). Ожидается, что замедление роста будет в целом одинаковым в странах, производящих и не производящих нефть⁷, даже несмотря на то, что стоящие за этим силы весьма различны. Среди стран, производящих нефть, наиболее резкое замедление ожидается в Объединенных Арабских Эмиратах (ОАЭ), где изъятие внешних средств (которые были принесены в страну спекуляцией на ревальвации валюты) было одной из причин сильного сокращения ликвидности, крупного падения цен на недвижимое имущество и акции и значительного давления на банковскую систему. Будучи крупным финансовым центром, ОАЭ также пострадают от сокращения глобальных финансов и деятельности по слиянию и приобретению. На другом краю спектра находится Катар, экономический рост которого, согласно прогнозу, повысится на 18 процентов в 2009 году (с 16½ процента в 2008 году) благодаря ожидаемому удвоению добычи природного газа в текущем году. Среди стран, не производящих нефть, наиболее резкое замедление конъюнктуры должен испытать Ливан, так как сложная ситуация с внешней ликвидностью

⁷К этой группе относятся Бахрейн, Исламская Республика Иран, Йеменская Республика, Катар, Кувейт, Ливия, Объединенные Арабские Эмираты, Оман и Саудовская Аравия.

повышает стоимость обслуживания долга, а экономический спад в странах Персидского залива и сокращает денежные переводы работников. В то же время в регионе в целом инфляционное давление, по прогнозу, будет быстро снижаться благодаря снижению цен на биржевые товары, арендной платы и экономической активности. Ожидается, что сальдо счета текущих операций данного региона сместится в сторону небольшого дефицита. В условиях уменьшающихся профицитов в странах – производителях нефти бюджетные сальдо должны существенно ухудшиться по мере сокращения доходов и использования правительствами буферных запасов, накопленных во время последнего бума, для поддержания внутреннего спроса за счет продолжающейся реализации текущих инвестиционных проектов.

Как и в других регионах, риски ухудшения ситуации по сравнению с прогнозом являются значительными. Во-первых, продолжительный период глобальных экономических потрясений может заставить экспортеров нефти переоценить свои долгосрочные ожидания в отношении цен на нефть и, как следствие, свернуть планы расходов на инфраструктуру и прекратить инвестиции в разработку нефтяных месторождений, что может ухудшить перспективы экономического роста для всего региона. Во-вторых, углубляющаяся корректировка цен на активы отразится на балансах корпораций и, в конеч-

ном счете, банков, подвергнув еще большему стрессу финансовые организации в данном регионе. В-третьих, более продолжительный мировой спад означал бы еще большее ослабление импорта, туризма и денежных переводов для стран данного региона.

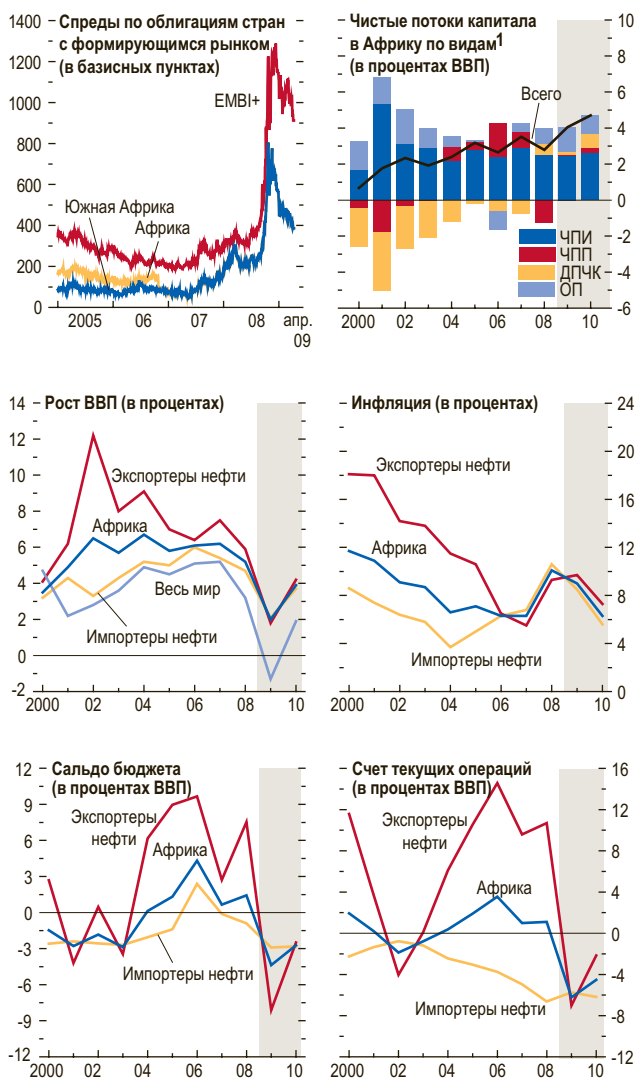
Используя буферные резервы, накопленные за годы бума, поддерживающие меры политики должны смягчить воздействие глобального кризиса. Во многих странах высокий уровень государственных расходов заполняет пустоту, возникшую в результате ослабления активности частного сектора (Катар, Кувейт, Ливия, Оман, Саудовская Аравия), и будет иметь существенное значение для экономического роста во всем регионе. Что касается денежно-кредитной политики, центральные банки региона отреагировали надлежащим образом, предоставив ликвидность, уменьшив резервные требования и снизив процентные ставки (Египет, Иордания, Кувейт, ОАЭ, Саудовская Аравия). В этом отношении страны с привязкой обменных курсов (Бахрейн, Катар, Кувейт, Ливия, ОАЭ, Оман, Саудовская Аравия, Сирийская Арабская Республика) получили выгоды от продолжающейся либерализации денежно-кредитной политики в США. В финансовом секторе нарастает давление (в неодинаковой степени по разным странам региона) из-за подверженности банков рискам, связанным со снижением цен на рынках недвижимости и фондовых рынках, и ужесточением условий внешней ликвидности. В наиболее пострадавших до настоящего момента странах ответные меры политики были относительно быстрыми, причем власти принимали множество мер по поддержанию доверия и предотвращению системного банковского кризиса. К числу этих мер относилось введение общего страхования депозитов (Кувейт, ОАЭ), предоставление ликвидности и вливание капитала в банки (Катар, ОАЭ, Саудовская Аравия). Однако в ряде стран может потребоваться дополнительная государственная поддержка в этой области.

Достигнутые ценой больших усилий экономические успехи в Африке находятся под угрозой

Относительно слабые финансовые связи со странами с развитой экономикой не защитили страны Африки от глобального экономического шторма (рис. 2.9). Основной удар, наносимый этому континенту, связан с резким сокращением внешнего экономического роста, который снижает спрос на африканский экспорт и сокращает денежные переводы работников. Резкое падение цен на биржевые товары также причиняет большой ущерб богатым ресурсами

Рисунок 2.9. Африка: с трудом завоеванные успехи подвергаются риску

Глобальный финансовый кризис не пощадил Африку, так как резкое снижение внешнего спроса и цен на биржевые товары и глобальное ограничение кредита привели к повышению стоимости внешнего заимствования и сокращению притока капитала на этот континент. Как следствие, ожидается существенное замедление темпов экономического роста и инфляции. Предстоит резкое ухудшение сальдо бюджета и внешнеэкономических операций, в основном в странах-экспортерах биржевых товаров.



Источники: Bloomberg Financial Markets; оценки персонала МВФ.

¹ ЧПИ — частные прямые инвестиции; ЧПП — частные портфельные потоки; ДПЧК — другие потоки частного капитала; ОП — официальные потоки.

Таблица 2.8. Отдельные страны Африки: реальный ВВП, потребительские цены и сальдо счета текущих операций

(Годовое изменение в процентах, если не указано иное)

	Реальный ВВП				Потребительские цены ¹				Сальдо счета текущих операций ²			
	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
Африка	6,2	5,2	2,0	3,9	6,3	10,1	9,0	6,3	1,0	1,0	-6,5	-4,7
Магриб	3,5	4,0	3,0	4,0	3,0	4,4	3,9	3,2	12,1	10,6	-2,1	-0,8
Алжир	3,0	3,0	2,1	3,9	3,6	4,5	4,6	3,4	22,6	23,2	-1,7	1,4
Марокко	2,7	5,4	4,4	4,4	2,0	3,9	3,0	2,8	0,2	-5,6	-2,5	-3,0
Тунис	6,3	4,5	3,3	3,8	3,1	5,0	3,2	3,4	-2,6	-4,5	-2,9	-4,3
К югу от Сахары	6,9	5,5	1,7	3,8	7,2	11,7	10,4	7,1	-2,2	-1,8	-7,7	-5,9
Африканский Рог³	10,7	8,9	5,1	5,7	11,3	18,9	22,1	10,2	-10,3	-8,6	-9,4	-8,5
Эфиопия	11,5	11,6	6,5	6,5	15,8	25,3	42,2	13,3	-4,5	-5,8	-5,8	-5,8
Судан	10,2	6,8	4,0	5,0	8,0	14,3	9,0	8,0	-12,5	-9,3	-11,6	-10,0
Великие Озера³	7,3	6,1	4,3	5,1	9,1	11,9	13,1	7,5	-4,8	-8,1	-8,6	-9,2
Дем. Респ. Конго	6,3	6,2	2,7	5,5	16,7	18,0	33,9	19,9	-1,5	-15,4	-26,1	-28,7
Кения	7,0	2,0	3,0	4,0	9,8	13,1	8,3	5,0	-4,1	-6,7	-3,6	-4,6
Танзания	7,1	7,5	5,0	5,7	7,0	10,3	10,9	5,7	-9,0	-9,7	-8,7	-8,8
Уганда	8,6	9,5	6,2	5,5	6,8	7,3	13,7	7,4	-3,1	-3,2	-6,2	-6,5
Южная часть Африки³	11,8	9,4	-1,7	7,2	10,1	11,6	10,3	7,6	7,0	8,1	-8,5	-4,0
Ангола	20,3	14,8	-3,6	9,3	12,2	12,5	12,1	8,9	15,9	21,2	-8,1	0,1
Зимбабве ⁴	-6,1	...	...	...	10,452,6	...	...	...	-1,4	...	...	...
Западная и Центральная Африка³	5,6	4,9	2,8	3,1	4,7	10,0	10,0	7,1	1,0	0,9	-8,2	-4,9
Гана	6,1	7,2	4,5	4,7	10,7	16,5	14,6	7,6	-11,7	-18,2	-10,9	-14,0
Нигерия	6,4	5,3	2,9	2,6	5,5	11,2	14,2	10,1	5,8	4,5	-9,0	-3,5
Зона франка КФА³	4,6	4,1	2,6	3,4	1,5	7,0	3,9	3,1	-3,3	-1,1	-6,8	-5,4
Камерун	3,5	3,4	2,4	2,6	1,1	5,3	2,3	2,0	0,8	0,4	-5,8	-5,1
Кот-д'Ивуар	1,6	2,3	3,7	4,2	1,9	6,3	5,9	3,2	-0,7	2,4	1,6	-1,6
Южная Африка	5,1	3,1	-0,3	1,9	7,1	11,5	6,1	5,6	-7,3	-7,4	-5,8	-6,0
<i>Для справки</i>												
Импортеры нефти	5,4	4,7	2,1	3,7	6,8	10,6	8,5	5,6	-5,0	-6,9	-6,1	-6,6
Экспортеры нефти ⁵	7,5	5,9	1,8	4,2	5,5	9,3	9,7	7,3	9,6	10,7	-7,0	-2,2

¹Изменения потребительских цен показаны как среднегодовые значения. Изменения с декабря по декабрь приведены в таблице А7 Статистического приложения.

²В процентах ВВП.

³Страновой состав этих региональных групп определен в таблице F Статистического приложения.

⁴Данные за 2008 год и последующие годы не приводятся. Показатель инфляции за 2007 год представляет собой оценку.

⁵В данной таблице включают Мавританию и Чад.

странам данного региона⁸. Кроме того, ужесточение глобальных условий кредита приводит к сокращению ПИИ и обращает вспять потоки портфельных инвестиций, особенно в страны с формирующимися и «пограничными» рынками (Гана, Кения, Нигерия, Южная Африка, Тунис). Эти внешние шоки вызывают резкое замедление экономической активности. Прогнозируется, что по региону в целом рост снизится с 5¼ процента в 2008 году до 2 процентов в 2009 году (таблица 2.8). В среднем экономичес-

⁸К группе стран-экспортеров нефти относятся Алжир, Ангола, Габон, Камерун, Республика Конго, Нигерия, Судан, Чад и Экваториальная Гвинея. К группе стран, не экспортирующих топливо, относятся Буркина-Фасо, Бурунди, Демократическая Республика Конго, Гвинея, Гвинея-Бисау, Малави, Мали, Мавритания, Мозамбик, Намибия и Сьерра-Леоне.

кий спад наиболее ярко выражен в странах-экспортерах нефти (Анголе, Экваториальной Гвинее) и основных странах с формирующимися и «пограничными» рынками (Ботсвана, Маврикий, Южная Африка), которые пострадали от всех трех шоков, поразивших этот континент. Например, прогнозируется, что экономика Южной Африки сократится примерно на ¼ процента в 2009 году до самого низкого темпа роста за десятилетие, так как оттоки капитала вызывают необходимость в резкой корректировке цен на активы (в основном на рынках акций, облигаций и иностранной валюты), а также в реальном секторе.

Глубокий спад экономической активности всего региона и резкое снижение цен на продукты питания и топливо будет умерять инфляционное давление. Тем не менее, прогнозируется, что по региону в целом

инфляция будет снижаться лишь постепенно с 10 процентов в 2008 году до 9 процентов в 2009 году, так как передача воздействия изменений цен на биржевые товары на потребительские цены является более ограниченной, чем в странах с развитой экономикой.

Одновременно с этим ожидается существенное ухудшение бюджетных сальдо и сальдо внешнеэкономических операций. Прогнозируется, что с сокращением доходов от биржевых товаров общая бюджетная позиция данного региона снизится приблизительно на 5½ процентных пункта до дефицита в размере 4½ процента ВВП в 2009 году. Это в основном будет являться результатом сильного сдвига в бюджетных сальдо некоторых стран-экспортеров нефти (Анголы, Республики Конго, Нигерии, Экваториальной Гвинеи). По прогнозу, сальдо счета текущих операций региона также ухудшится с профицита в 1 процент в 2008 году до дефицита в 6½ процента ВВП в 2009 году. И вновь это ухудшение, по прогнозу, будет наиболее ярко выраженным (в виде двузначных показателей) во многих странах-экспортерах биржевых товаров (Алжире, Анголе, Габоне, Нигерии, Экваториальной Гвинее) в связи с сокращением объемов и цен экспорта. Ожидается, что ввиду сохраняющихся жестких условий глобального кредита ситуация с финансированием внешних дефицитов будет оставаться напряженной в ряде стран с формирующимися и «пограничными» рынками (Гане, Нигерии, Танзании, Южной Африке).

Как и во всех других регионах, риски для прогноза остаются смещенными в сторону снижения темпов роста. Основная опасность связана с более глубоким и продолжительным спадом глобального экономического роста, который привел бы к снижению спроса на экспорт и доходов от туризма и еще больше сократил бы денежные переводы работников. Кроме того, сокращение глобального кредита может вызвать сокращение ПИИ и потоков портфельных инвестиций в значительно большей степени, чем ожидается в настоящее время. Помимо этого, внутренние банковские системы могут быть со временем ослаблены ухудшением качества кредита (в результате замедления экономического роста), убытками по финансовым активам и репатриацией капитала (принадлежащими иностранцам) материнскими банками. Наиболее важно то, что в отсутствие успешно функционирующих систем социальной защиты кризис может привести к значительному увеличению бедности в ряде стран.

На этом фоне главный приоритет директивных органов должен заключаться в том, чтобы ограничить негативное воздействие кризиса на эко-

номический рост и бедность, сохранив при этом с трудом завоеванные достижения последних лет, включая макроэкономическую стабильность и устойчивость долговой ситуации. В частности:

- Налогово-бюджетная политика должна, по возможности, смягчать негативные эффекты кризиса. Обстоятельства в разных странах могут существенно различаться: некоторые располагают бюджетными возможностями для дополнительных стимулов политики, так как уровни долга достаточно низки; другие могли бы поддерживать (или постепенно корректировать) существующие планы расходов, допустив, по крайней мере в определенной степени, функционирование автоматических стабилизаторов.
- В некоторых случаях вспомогательную роль может играть денежно-кредитная и курсовая политика. Хотя во многих странах валютные режимы ограничивают возможные варианты политики, денежно-кредитная политика может стимулировать внутренний спрос в других странах с более гибкими валютными курсами, особенно если инфляционное давление будет продолжать ослабевать. Действительно, Резервный банк Южной Африки уже снизил свою ставку интервенции в общей сложности на 200 базисных пунктов с начала декабря. Даже в странах с менее гибкими курсовыми режимами, например, входящих в Западноафриканский экономический и валютный союз (ЗАЭВС) и Экономический союз центральноафриканских стран (СЕМАК), может существовать определенное ограниченное пространство для либерализации политики, учитывая решения в рамках политики ЕЦБ, снижающую инфляцию, ослабевающий спрос и, особенно в отношении СЕМАК, существующие буферные резервы. В этой связи новый механизм, созданный центральным банком в регионе ЗАЭВС, играл полезную роль в облегчении дефицита ликвидности на внутренних рынках.
- В финансовом секторе, учитывая возможную цепную реакцию замедления в реальной экономике, усилия должны быть сосредоточены на тщательном мониторинге балансов финансовых организаций и подготовке к принятию оперативных мер в случае необходимости. В этой связи будет важно уточнить полномочия банков в отношении проведения интервенций и подготовиться к введению программ страхования депозитов по мере необходимости.

Хотя в некоторых странах имеется пространство для маневра в проведении политики, другие сталкиваются с очень жесткими ограничениями

внешнего и внутреннего финансирования. Последней группе необходима дополнительная поддержка доноров, с тем чтобы ограничить социальные последствия кризиса и сохранить достигнутые ценой больших усилий успехи в обеспечении макроэкономической стабильности.

Литература

- Balke, Nathan S., 2000, "Credit and Economic Activity: Credit Regimes and Nonlinear Propagation of Shocks," *Review of Economics and Statistics*, Vol. 82, No. 2, pp. 344–49.
- Benes, Jaromir, Kevin Clinton, and Douglas Laxton, forthcoming, "House Price and Country Risk Premium Shocks Under Flexible and Pegged Exchange Rates," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Bernanke, Ben S., 2007, "The Financial Accelerator and the Credit Channel," speech delivered at the Federal Reserve Bank of Atlanta's conference on The Credit Channel of Monetary Policy in the Twenty-first Century, June 15. Available at www.federalreserve.gov/newsevents/speech/Bernanke20070615a.htm.
- Bertaut, Carol C., 2002, "Equity Prices, Household Wealth, and Consumption Growth in Foreign Industrial Countries: Wealth Effects in the 1990s." International Finance Discussion Paper No. 724 (Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System).
- Boone, Laurence, and Nathalie Girouard, 2002, "The Stock Market, the Housing Market and Consumer Behaviour," *OECD Economic Studies*, Vol. 32, No. 2, pp. 175–200.
- Buiter, Willem, 2008, "Housing Wealth Isn't Wealth," NBER Working Paper No. 14204 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Campbell, John Y., and João F. Cocco, 2007, "How Do House Prices Affect Consumption? Evidence from Micro Data," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 54, No. 3, pp. 591–621.
- Carroll, Christopher D., Misuzu Otsuka, and Jirka Slacalek, 2006, "How Large Is the Housing Wealth Effect? A New Approach," NBER Working Paper No. 12746 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Case, Karl E., John M. Quigley, and Robert J. Shiller, 2005, "Comparing Wealth Effects: The Stock Market versus the Housing Market," *Advances in Macroeconomics*, Vol. 5, No. 1, pp. 1–32.
- Catte, Pietro, Nathalie Girouard, Robert Price, and Christophe André, 2004, "Housing Markets, Wealth and the Business Cycle," Department Working Paper No. 394 (Paris: Organization for Economic Cooperation and Development).
- Debelle, Guy, 2004, "Macroeconomic Implications of Rising Household Debt," BIS Working Paper No. 153 (Basel: Bank for International Settlements).
- de Larosière Group, 2009, "The High-Level Group on Financial Supervision in the EU" (Brussels, February 25).
- Grant, Charles, and Tuomas Peltonen, 2008, "Housing and Equity Wealth Effects of Italian Households," ECB Working Paper No. 857 (Frankfurt am Main: European Central Bank).
- Gray, Gavin, Thomas Harjes, Andy Jobst, Douglas Laxton, Natalia Tamirisa, and Emil Stavrev, 2007, "The Euro and New Member States," in *Euro Area Policies: Selected Issues*, IMF Country Report No. 07/259 (Washington: International Monetary Fund), pp. 5–45.
- King, Mervyn, 1998, speech delivered at the Building Societies Association annual conference, Bournemouth, United Kingdom, May 27. Available at www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/1998/speech20.htm.
- Lehnert, Andreas, 2004, "Housing, Consumption, and Credit Constraints," Finance and Economics Discussion Paper No. 2004-63 (Washington: Federal Reserve Board).
- Ludwig, Alexander, and Torsten Sløk, 2004, "The Relationship between Stock Prices, House Prices and Consumption in OECD Countries," *Topics in Macroeconomics*, Vol. 4, No. 1, Article 4.
- Paiella, Monica, 2004, "Does Wealth Affect Consumption? Evidence from Italy," Economic Working Paper No. 510 (Rome: Bank of Italy).
- Sierminska, Eva, and Yelena Takhtamanova, 2007, "Wealth Effects out of Financial and Housing Wealth: Cross Country and Age Group Comparisons," Working Paper No. 2007-01 (San Francisco: Federal Reserve Bank).
- Skinner, Jonathan, 1993, "Is Housing Wealth a Sideshow?" NBER Working Paper No. 4552 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Slacalek, Jirka, 2006, "What Drives Personal Consumption? The Role of Housing and Financial Wealth," DIW Berlin Discussion Paper No. 647 (Berlin: Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung).
- Trichet, Jean-Claude, 2007, "Towards the Review of the Lamfalussy Approach—Market Developments, Supervisory Challenges and Institutional Arrangements," *BIS Review*, Vol. 45, No. 007 (Basel: Bank for International Settlements).

В настоящей главе рассматриваются спады и подъемы в странах с развитой экономикой и роль антициклических мер макроэкономической политики. Отличаются ли спады и подъемы, связанные с финансовыми кризисами, от иных спадов и подъемов? Каковы основные характеристики глобально синхронизированных спадов? Могут ли антициклические меры политики способствовать уменьшению продолжительности спадов и повышению динамичности подъемов? Полученные результаты указывают на то, что спады, связанные с финансовыми кризисами, как правило, оказываются более глубокими, а подъемы после таких спадов обычно идут медленно. Аналогичным образом, глобально синхронизированные спады часто оказываются глубокими, а подъемы после них — вялыми. Антициклическая денежно-кредитная политика может способствовать сокращению продолжительности спадов, но ее действенность является ограниченной в случае финансовых кризисов. Экспансионистская налоговая-бюджетная политика, наоборот, представляется особенно действенной в уменьшении продолжительности спадов, связанных с финансовыми кризисами, и в повышении динамичности подъемов. Однако ее действенность находится в обратной зависимости от уровня государственного долга. 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 условиях, когда финансовый кризис быстро распространяется по всему миру, мировая экономика переживает самый глубокий спад за период после окончания Второй мировой войны (см. главы 1 и 2). Значительное число стран с развитой экономикой вступили в рецессию, а в странах остального мира произошло резкое замедление экономической активности. Глобальные торговые и финансовые потоки сокращаются, а объем произ-

Примечание. Основными авторами данной главы являются Марко Е. Терронес, Аласдэйр Скотт и Пракаш Каннан при поддержке Гавин Асдорян и Эмори Оукс. Консультационную поддержку оказали Франсис Дьеболд и Дон Хардинг. Йорг Декрессин руководил работой по подготовке главы.

водства и занятость показывают отрицательную динамику. Кредитные рынки остаются в замороженном состоянии, поскольку заемщики находятся в затыжном процессе сокращения доли используемых заемных средств, а банки прилагают активные усилия к улучшению своего финансового состояния.

Многие аспекты текущего кризиса являются новыми и неожиданными¹. Уникальным является то, что в сегодняшней дестабилизации финансовый кризис в центре крупнейшей в мире экономики сочетается с глобальным спадом. Однако финансовые кризисы — эпизоды, в течение которых происходят широкомасштабные нарушения в функционировании финансовых организаций и финансовых рынков — не являются новым явлением². Не новы и глобально синхронизированные спады деловой активности. Поэтому из истории можно вынести полезные уроки для понимания текущей ситуации.

Чтобы представить текущий цикл в исторической перспективе, в настоящей главе рассматриваются некоторые общие вопросы характера спадов и подъемов, а также роли антициклических мер политики, в частности, следующие:

- отличаются ли спады и подъемы, связанные с финансовыми кризисами, от других видов спадов и подъемов?
- есть ли отличия у синхронизированных спадов?
- какую роль играют меры политики в определении формы спадов и подъемов?

Чтобы пролить свет на эти вопросы, в данной главе исследуется динамика циклов деловой активности в течение последнего полувека. Это исследование дополняет существующую литературу по экономическим циклам по нескольким направлениям³. Здесь приводится комплексный анализ спадов и подъемов в 21 стране с развитой

¹Подробное рассмотрение финансовых аспектов этого кризиса см. в работах IMF (2008), Greenlaw et al. (2008) и Brunnermeier (2009).

²Классический анализ финансовых кризисов приводится в работе Kindleberger (1978). В исследовании Reinhart and Rogoff (2008b) показано, что финансовые кризисы имели «равные возможности» произойти в странах с развитой экономикой и в менее развитых странах.

³В частности, данное исследование опирается на главу 3 апрельского выпуска «Перспектив развития мировой экономики» 2002 года, главу 4 октябрьского выпуска «Перспектив развития мировой экономики» 2008 года и работу Claessens, Kose, and Terrones (2008).

экономикой⁴, дается классификация спадов, исходя из причин их происхождения, и делается оценка последствий мер налогового-бюджетной и денежно-кредитной политики в периоды спадов и подъемов. Аналогично большинству других исследований в данной области, в данной главе широко используется анализ событий и статистические связи.

Основные выводы главы в отношении общих элементов различных циклов деловой активности заключаются в следующем.

- Спады в странах с развитой экономикой в течение последних двух десятилетий стали реже и умереннее, в то время как периоды подъема стали характеризоваться большей продолжительностью, что отчасти отражает влияние «великой умеренности» циклов деловой активности в странах с развитой экономикой.
- Спады, связанные с финансовыми кризисами, были глубже и продолжительнее, чем спады, связанные с другими потрясениями. Подъемы после таких спадов, как правило, шли медленнее, что было связано со слабым внутренним спросом и ограниченностью кредита.
- Спады, характеризовавшиеся высокой степенью синхронизации между странами, были продолжительнее и глубже, чем ограничивавшиеся одним регионом. Подъемы после таких спадов обычно были слабыми, и экспорт в них играл намного более ограниченную роль, чем в случае менее синхронизированных спадов.

Следствия из этих выводов для текущей ситуации являются отрезвляющими. Текущий спад является в высокой степени синхронизированным и связан с глубоким финансовым кризисом, что является редким сочетанием в послевоенный период. Соответственно, весьма вероятно, что спад будет необычно глубоким, а от последующего подъема можно ожидать замедленного характера. Поэтому неудивительно, что многие комментаторы, пытающиеся найти исторические параллели для текущего эпизода, сосредоточивают свое внимание на Великой депрессии 1930-х годов, которая была глубочайшим и наиболее продолжительным спадом в истории большинства стран с развитой экономикой (более подробно она обсуждается во вставке 3.1).

В отношении мер политики основные выводы заключаются в следующем.

- Денежно-кредитная политика, как представляется, играла важную роль в окончании спадов и укреплении подъемов. Однако она является менее действенной в период после финансового кризиса.
- Налогово-бюджетные стимулы представляются особенно целесообразными во время спадов, связанных с финансовыми кризисами. Кроме того, эти стимулы сопровождали более активные подъемы; однако было установлено, что влияние налогово-бюджетной политики на динамичность подъема является менее значительным в странах с высоким уровнем государственного долга.

Это означает, что для смягчения остроты текущего спада и укрепления последующего подъема необходимы решительные меры денежно-кредитной и особенно налогово-бюджетной политики, чтобы поддержать совокупный спрос в краткосрочной перспективе, но при этом необходима осторожность, чтобы сохранить государственный долг на экономически приемлемом уровне в среднесрочном плане. Но даже при проведении таких мер возвращение к устойчивому экономическому росту зависит от восстановления здоровья финансового сектора. В самом деле, один из самых важных уроков, вынесенных из периода Великой депрессии и из более поздних случаев финансового кризиса, заключается в том, что восстановление доверия к финансовому сектору является ключом к устойчивому началу подъема (см. вставку 3.1).

Данная глава построена следующим образом. В первом разделе представлены важнейшие стандартизованные факты в отношении спадов и подъемов в странах с развитой экономикой в течение последних 50 лет. Во втором разделе приводится обзор основных различий между спадами и подъемами, обусловленных различными видами потрясений и различными степенями синхронизации. Особое внимание уделяется влиянию финансовых кризисов. В третьем разделе анализируется влияние дискреционных мер денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики на глубину спадов и на активность подъемов. В нем также исследуется то, как уровень государственного долга сказывается на действенности налогово-бюджетной политики. В последнем разделе текущий спад рассматривается в историческом контексте, и обсуждаются некоторые выводы, которые можно сделать в отношении экономической политики.

Циклы деловой активности в странах с развитой экономикой

Чтобы рассмотреть текущий спад в исторической перспективе, сначала выделим характеристики

⁴В выборку вошли следующие страны: Австралия, Австрия, Бельгия, Германия, Греция, Ирландия, Испания, Италия, Канада, Нидерланды, Новая Зеландия, Норвегия, Португалия, Соединенное Королевство, США, Финляндия, Франция, Швейцария, Швеция и Япония.

Вставка 3.1. Насколько текущий кризис похож на Великую депрессию?

Текущий глобальный кризис является наиболее серьезным финансовым кризисом со времен Великой депрессии, что располагает к проведению сравнений с этим историческим прецедентом. В данной вставке проводится сравнение текущего кризиса с Великой депрессией; особое внимание уделяется уникальной финансовой ситуации, сложившейся к началу каждого из этих событий¹.

От спада в США к Великой депрессии

Великая депрессия остается самым тяжелым спадом за всю историю США и многих других стран (первый рисунок). Производство резко упало, безработица стремительно выросла, а цены снижались по спирали дефляции. На настоящий момент многие согласны относительно процесса, в силу которого тяжелый спад в США развился в глобальную депрессию².

- Спад начался в США в августе 1929 года. Широко распространено мнение, что первоначальной причиной его стало ужесточение денежно-кредитной политики в течение предыдущего года с целью сдерживания спекуляций на фондовом рынке. В октябре 1929 года произошел крах на фондовом рынке, который стал толчком к резкому сокращению потребления, частично вследствие повышения неопределенности в отношении будущих доходов.
- В течение 1931–1932 годов спад стал более интенсивным и превратился в депрессию. Сформировались порочные круги обратной связи между финансовым сектором и реальной экономикой, что привело к укоренению дефляции долга³ и четырем волнам массовых изъятий средств из банков и их банкротств в период между 1930 и 1933 годом. Частное потребление и инвестиции резко сократились.

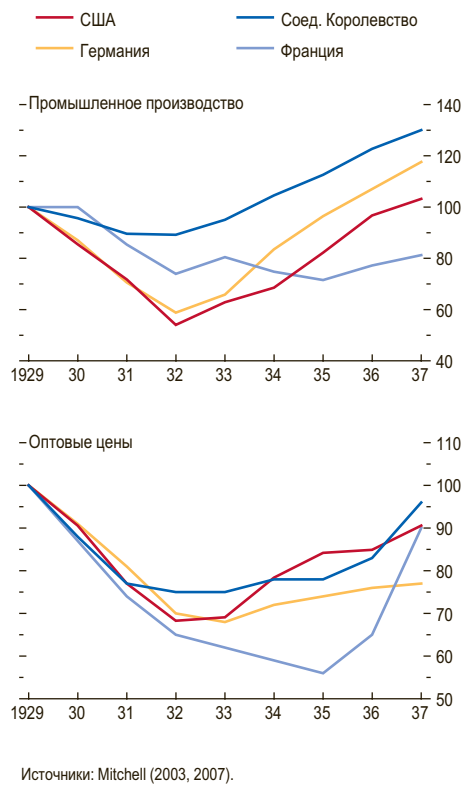
Основным автором данной вставки является Томас Хелблинг.

¹В работах Bordo (2008), Eichengreen (2008) и Romer (2009) также проводятся исторические сравнения.

²См. Bernanke (1993); Romer (1993); Calomiris (1993); Eichengreen (1992); Temin (1989, 1993).

³Снижение цен товаров и услуг увеличивает реальное бремя номинального долга и ухудшает кредитоспособность заемщиков, что сокращает их способность заимствовать (для рефинансирования) и тратить средства, усиливая тем самым сокращение совокупного спроса и понижающее давление на цены (Fisher, 1933). Это, в свою очередь, также снижает кредитоспособность финансовых посредников из-за возросшего кредитного риска.

Активность и цены во время Великой депрессии (1929 г. = 100)



- Спад в США вызывал эффекты сокращения экономики в мировом масштабе. Крах фондового рынка привел к падению цен и потерям богатства в других странах, в то время как снижение совокупного спроса в США оказало негативное влияние на другие страны через каналы внешней торговли. Более того, финансовый кризис в США распространялся на остальной мир напрямую через ряд других каналов, включая сокращение оттока капитала из США. Многие считают, что золотовалютный стандарт, действовавший в это время, стал одним из основных механизмов передачи воздействия, поскольку отток золота в США вел к формированию более жестких денежно-кредитных условий в других странах. Существует широкий консенсус в отношении того, что отсутствие последовательных ответных мер макроэкономической политики в США и многих

Вставка 3.1 (продолжение)

других странах стало значимым фактором, способствовавшим увеличению тяжести и продолжительности глобальной депрессии⁴. Меры политики помогли обеспечить подъем, когда в начале 1933 года администрация только что избранного президента Франклина Рузвельта начала проведение политики рефляции, в результате которой удалось переломить дефляционные ожидания и укрепить доверие к банковской системе (см. ниже)⁵.

Сравнения с текущим кризисом

При сравнении текущего кризиса с Великой депрессией полезно провести различия между изначальными условиями, передаточными механизмами и ответными мерами политики. Значимой общей характеристикой является то, что экономика США была в эпицентре обоих кризисов. Принимая во внимание ее вес, спад в экономике США практически гарантированно оказывает влияние на весь мир. Это отличает текущий кризис и Великую депрессию от многих других финансовых кризисов, которые обычно происходили в менее крупных странах и имели более ограниченные глобальные последствия.

В обоих эпизодах, быстрый рост кредита и финансовые инновации вели к высокому левериджу и обуславливали уязвимость по отношению к негативным потрясениям⁶. Вместе с тем, если кре-

дитный бум 1920-х годов ограничивался в основном только США, то бум в течение 2004–2007 годов носил глобальный характер, когда повышение левериджа и принимаемого риска было характерно как для стран с развитой экономикой, так и многих стран с формирующимся рынком. Более того, уровень экономической и финансовой интеграции сейчас намного выше, чем в период между мировыми войнами, поэтому финансовые потрясения в США теперь оказывают более сильное влияние на глобальные финансовые системы, чем в 1930-х годах⁷.

С другой стороны, глобальная экономическая ситуация в середине 1929 года была более слабой. В Германии уже шел спад, а оптовые и, в меньшей степени, розничные цены не росли или уже снижались в Германии, Соединенном Королевстве и США до начала спада в США. Таким образом, понижательное давление на цены вследствие замедления деловой активности почти немедленно привело к дефляции. И наоборот, инфляция в середине 2008 года в большинстве стран была выше целевого уровня, тем самым создавая некоторый буфер на начальном этапе.

Ключевую роль в передаточном механизме воздействия финансового сектора в обоих эпизодах сыграли проблемы ликвидности и финансирования банков и других финансовых посредников. При этом конкретная механика различается, учитывая эволюцию в структуре финансовой системы, произошедшую за период с 1930-х годов.

Во время Великой депрессии давление на ликвидность и финансирование возникло вследствие эрозии депозитной базы. Вклады были обеспокоены уменьшением чистой стоимости активов своих банков, и при отсутствии страхования депозитов они изымали средства со своих счетов, представляющих собой основной источник внешнего финансирования банков. Всего имело место четыре волны массовых изъятий средств из банков. В целом за период 1930–1933 годов обанкротилась примерно треть всех банков США. Такие банкротства и убытки банков играли значимую роль и в других

⁴В работе Friedman and Schwartz (1963) приводится известный аргумент, что тяжесть Великой депрессии может объясняться ошибками денежно-кредитной политики — ФРС не противостояла формированию более жестких денежно-кредитных условий вследствие банкротств банков и росту отношения наличных денег к депозитам. Хотя последующие исследования наложили на некоторые из выводов Фридмана и Шварца ограничительные условия, общая направленность работы сохраняет свою значимость (см., например, Calomiris, 1993).

⁵См., например, Eggertsson (2008), Romer (1990) и Temin and Wigmore (1990).

⁶В обоих случаях бум сопровождался финансовыми инновациями. В 1920-х годах кредит домашним хозяйствам рос в США быстрее, чем личные доходы, поскольку быстрое распространение потребительских товаров длительного пользования было связано с активным ростом кредита, погашаемого в рассрочку и предоставляемого небанковскими финансовыми учреждениями (Eichengreen and Mitchener, 2003). В то же время новые методы сбыта акций способствовали расширению круга владельцев фондовых инструментов, а инвестиционные трасты и физические лица все в большей степени использовали займы, обеспеченные ценными бумагами, для кредитного финансирования своих инвестиций на фондовом рынке. В текущем эпизоде финансовые инновации были сосредоточены на финансовых продуктах, связанных с ипотеками и создававшихся как на этапе предоставления ипотек, так и на этапе распределения (секьюритизация, структурированные продукты).

⁷Однако неустойчивая международная финансовая ситуация середины 1929 года могла оказывать воздействие и на другие страны. Крупные европейские страны находились в зависимости от притока капитала из США для поддержания фиксированных обменных курсов в рамках действовавшего на тот момент золотого стандарта. Ужесточение денежно-кредитной политики в США в 1928 году уже привело к некоторому замедлению этих потоков (Kindleberger, 1993).

Финансовые факторы, действовавшие в США: тогда и сегодня¹

(Месяцы после пика экономического цикла отложены по оси X)



Источники: Bernanke (1983); Совет управляющих ФРС; Haver Analytics.

¹ Пики экономического цикла согласно определению Национального бюро экономических исследований.

² Средняя доходность по корпоративным облигациям Ваа относительно доходности по долгосрочным казначейским облигациям.

³ Месячные изменения ссуд коммерческих банков.

⁴ Отношение ссуд и депозитов в 1929–1931 годах, отношение ссуд и активов в 2007–2009 годах (скорректированное на константу, с тем чтобы соответствовать первоначальному значению в июне 2009 года).

странах⁸. В частности, банкротство австрийского банка Creditanstalt в 1931 году, на балансе которого было более половины всех депозитов в банковской системе страны, подготовило почву для массовых изъятий средств из банков в других европейских странах, в том числе в Германии. Эти банкротства были связаны с имевшими место до этого оттоками золота и страхами, что страны откажутся от золотого стандарта в условиях, когда депозиты нерезидентов были значимым источником финансирования для многих европейских банков.

Во время текущего кризиса страхование депозитов оказало успокаивающее влияние и в значительной мере предотвратило массовые изъятия средств из банков розничными клиентами. Однако возникли проблемы финансирования у банков и других финансовых посредников, опиравшихся на оптовое финансирование на краткосрочных денежных рынках, особенно у организаций, являвшихся эмитентами или держателями (прямо или косвенно) ипотечных ценных бумаг или производных инструментов США⁹. Основной причиной размывания базы финансирования была обеспокоенность величиной чистой стоимости активов финансовых посредников после убытков из-за растущих дефолтов по ипотечкам в США и особенно после закрытия Lehman Brothers, что вело к значительным убыткам для кредиторов этой компании. Ввиду значительных связей краткосрочных денежных рынков между странами данные проблемы финансирования стали международными на раннем этапе этого кризиса.

Несмотря на различия в механике, эти факторы оказали очень сходное влияние на поведение финансовых посредников. Проблемы финансирования привели к сокращениям балансов (уменьшение используемых заемных средств), оперативной распродаже активов (что усилило понижательное давление на цены), увеличению запасов ликвидных активов и уменьшению кредитования (или остатков рискованных активов) относительно общей величины активов. Более того, в условиях сегодняшней в высокой степени взаимосвязанной финансовой системы возникла патовая ситуация вследствие сетевых эффектов в системе множественных операций и крупных валовых позиций.

Конечное влияние этих финансовых факторов на реальную экономику сходно в двух рассматриваемых эпизодах. Они ведут к уменьшению доступности внешних средств для заемщиков

⁸См. Kindleberger (1993) и Temin (1993).

⁹См. Brunnermeier (2009) и Gorton (2008).

Вставка 3.1 (окончание)

и повышению предельной стоимости средств (см., например, Bernanke, 1983). В то же время убытки вследствие падения цен на активы в сочетании с убытками в ходе коммерческой деятельности вели к снижению чистой стоимости активов заемщиков, тем самым снижая их кредитоспособность, а также кредитоспособность связанных с ними финансовых посредников.

В финансовой системе США траектория динамики нескольких финансовых переменных в этих двух случаях поразительно похожа (второй рисунок)¹⁰. Спреды по облигациям средних заемщиков расширяются, чистое предоставление банковских кредитов замедляется, что отчасти отражает снижение отношений ссуд к депозитам и ссуд к активам в ходе коррекции балансов, и фондовые курсы снижаются аналогичными темпами.

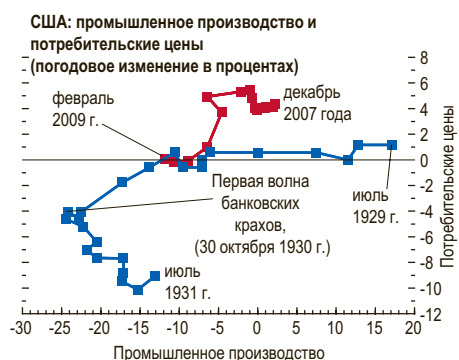
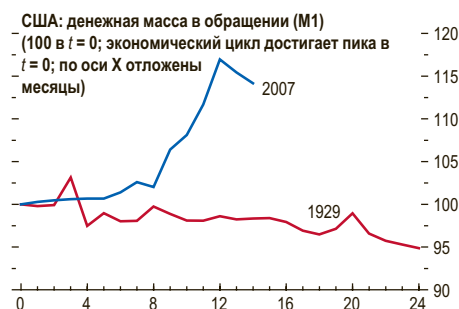
Ответные меры политики в прошлом и в настоящее время

На ранних этапах Великой депрессии антициклических ответных мер политики практически не принималось, что частично отражало «менталитет золотого стандарта», когда внимание было сосредоточено на традиционных мерах политики для обеспечения стабильности (стабильные золотые резервы и сбалансированные бюджеты). Однако с течением времени все большее число стран стали отказываться от конвертируемости своей валюты на золото и (или) менять золотой паритет своих валют, в том числе Великобритания в сентябре 1931 года и США в апреле 1933 года. Эти изменения в режиме создали условия для значительной денежно-кредитной экспансии, и широко распространен взгляд, что они положили начало подъему. В США принятый в марте 1933 года закон «О банковской деятельности в чрезвычайных ситуациях» создал условия для закрытия неплатежеспособных банков и реструктурирования платежеспособных, что существенно повысило доверие к финансовому сектору. Законом «О банковской деятельности», принятым в июне 1933 года было введено федеральное страхование депозитов. В экономической истории обычно не говорится о том, что налогово-бюджетная политика играла существенную роль в подъеме, поскольку она широко не использовалась, кроме как в Германии и Японии¹¹.

¹⁰Приведенные на этом рисунке сравнения расширяют анализ данных по США, приведенных в работе Bernanke (1983), и включают текущий кризис.

¹¹В работе Romer (2009) отмечается, что хотя в США дефицит федерального бюджета увеличился в 1934 году

Антициклические меры политики и динамика производства и инфляции



Источники: Bernanke (1983); Friedman and Schwarz (1963); Haver Analytics.

В текущем спаде была активно и быстро начата поддержка экономики с помощью мер макроэкономической политики. Крупнейшие центральные банки проводили массивные интервенции для обеспечения финансовых систем ликвидностью и снижали свои процентные ставки интервенций. Вследствие этих мер денежная масса в США быстро росла, вместо того чтобы сокращаться, как это было во время Великой депрессии (третий рисунок, первая часть), и в большинстве случаев не допускалось, чтобы проблемы финансирования вызывали крах системно значимых финансовых посредников.

В текущем кризисе международная валютная система не является препятствием для проведения

на 1½ процентного пункта, бюджетный стимул на федеральном уровне не продержался до 1935 года и в любом случае в значительной мере был нейтрализован проекционной направленностью политики на уровне штатов и местных органов управления.

действенных ответных мер политики, в отличие от начала 1930-х годов, когда золотовалютный стандарт способствовал дефляционной коррекции. В то же время возможности проведения экспансионистской денежно-кредитной политики и операций как кредитора последней инстанции во многих европейских странах ограничивались опасностью истощения золотых резервов и прекращения конвертируемости валюты на золото в условиях дефицитов платежного баланса. И наоборот, крупнейшие страны, имевшие профицит: США и Франция, не воспользовались возможностями рефляционной коррекции за счет увеличивавшегося притока золота¹². Более того, в отличие от сегодняшней ситуации, международное сотрудничество практически отсутствовало, учитывая политическую напряженность в отношениях между крупнейшими странами, а растущий протекционизм — в том числе тарифные войны, развернувшиеся с принятием в 1930 году в США закона «О тарифах» Смута – Хаули — усилил эффект сокращения внешнего спроса.

Итак, беспрецедентная поддержка со стороны мер политики, международная валютная система, допускающая рефляционную коррекцию, и более благоприятные исходные макроэкономические условия

¹²См. Temin (1989, 1993), Eichengreen (1992) и Kindleberger (1993). ФРС проводила стерилизацию влияния притоков золота на денежную массу.

предыдущих циклов. Каждый цикл разделяется на две основных фазы: фаза спада, характеризующаяся снижением экономической активности, и фаза подъема. Следуя давней традиции, основанной на работе Burns and Mitchell (1946), в данной главе используется «классический» подход к определению дат поворотных точек в крупной выборке стран с развитой экономикой за период с 1960 года до настоящего времени. Для определения циклических пиков и низших точек используются данные о квартальной динамике реального ВВП (рис. 3.1)⁵.

⁵Процедура, использованная в данной главе для датирования деловых циклов, называется процедурой ВВQ, или процедурой Брай-Бошена (Bry-Boschen) для квартальных данных; см. Harding and Pagan, 2002). В рамках этой процедуры выявляются локальные максимумы и минимумы заданных рядов (здесь это логарифмы реального ВВП), которые удовлетворяют условиям минимальной продолжительности цикла и каждой его фазы (в данной главе они установлены, соответственно, в пять кварталов и два квартала). Альтернативные алгоритмы датирования, например, разработанные и представленные в работах Chauvet and Hamilton (2005) и Leamer (2008), являются более сложными для применения в крупной выборке стран. Национальное бюро экономических исследо-

являются ключевыми отличиями текущего кризиса от Великой депрессии. Травматической адаптации финансового сектора к новым условиям, наблюдавшейся в начале 1930-х годов, удалось избежать, а сокращение деловой активности и инфляции в США и других крупнейших странах до настоящего момента было более слабым, чем в 1929–1931 годах (третий рисунок, вторая часть). До настоящего времени удалось избежать дефляции долга.

Тем не менее существует несколько тревожных параллелей. Продолжается давление на цены активов, кредитование продолжает сдерживаться происходящим в финансовом секторе сокращением использования заемных средств и широко распространенным недоверием к финансовым посредникам, финансовые потрясения сказываются на реальной экономической активности в глобальных масштабах, инфляция быстро снижается и, вероятно, в ряде стран приблизится к нулю. Более того, снижение деловой активности начинает оказывать обратное влияние на платежеспособность финансовых посредников, что увеличивает риск дефляции долга. Как отмечается в главе 1, для восстановления доверия к финансовому сектору, прекращения наносящего ущерб снижения цен на активы и поддержки скорейшего глобального подъема требуется проведение дальнейших мер экономической политики.

В данной главе рассматриваются две основных характеристики цикла:

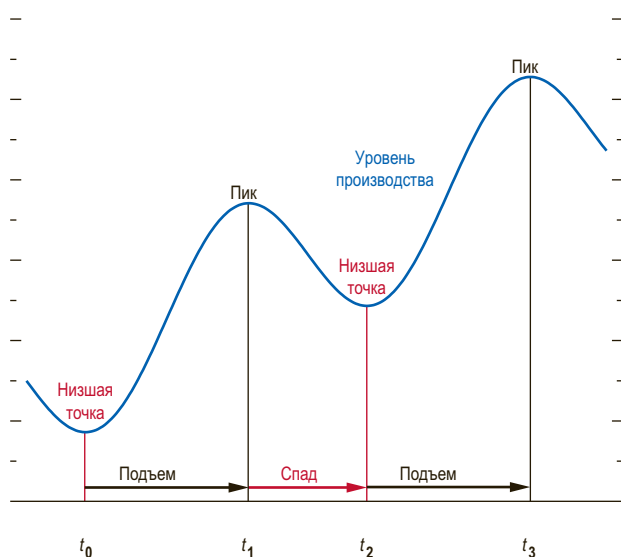
- продолжительность — количество кварталов с момента пика до низшей точки в фазе спада или от низшей точки спада до следующего пика в фазе подъема;
- амплитуда — процентное изменение реального ВВП с пика до низшей точки в фазе спада или от низшей точки спада до следующего пика в фазе подъема.

В главе также исследуется крутизна спада (или подъема), то есть отношение амплитуды к продолжительности, которое указывает на степень выраженности каждой из фаз цикла.

ваний (НБЭИ) США, занимающееся датированием циклов деловой активности в США, использует для определения пиков и низших точек цикла несколько показателей экономической активности. Эти показатели включают, помимо реального ВВП, занятость, реальные доходы, промышленное производство и продажи. По этой причине используемая НБЭИ система датирования является субъективной и не может быть использована для данных по другим странам.

Рисунок 3.1. Пики и низшие точки экономического цикла

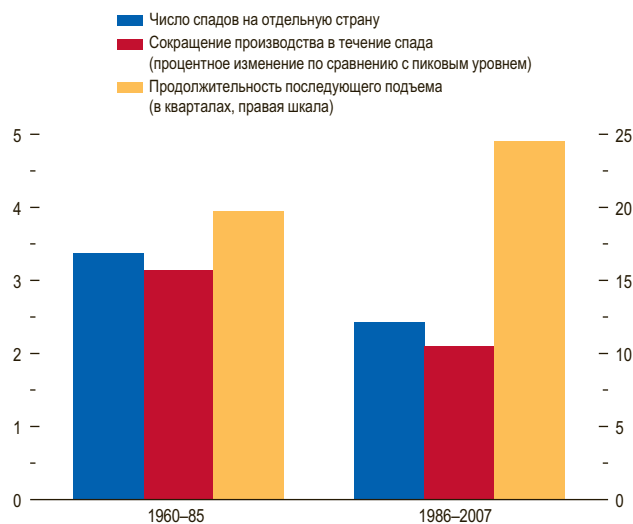
Каждый цикл включает две фазы: фазу спада (от пика до низшей точки) и фазу подъема (от низшей точки до следующего пика).



Источник: расчеты персонала МВФ.

Рисунок 3.2. Смягчение экономических циклов с течением времени

Спады стали реже и мягче, а подъемы стали более продолжительными.



Источник: расчеты персонала МВФ.

Спады и подъемы — некоторые базовые факты

В среднем страны с развитой экономикой с 1960 года прошли шесть полных циклов спадов и подъемов⁶. При этом число спадов у разных стран существенно различается: в то время как у некоторых (Ирландия, Канада, Норвегия, Швеция, Япония) было только три спада, у других (Италия, Новая Зеландия, Швейцария) их было девять и более.

Отмечавшиеся спады заметно мельче, короче и реже подъемов. При типичном спаде ВВП сокращается примерно на 2¾ процента (таблица 3.1)⁷. И наоборот, во время подъема ВВП, как правило, повышается почти на 20 процентов. Это в основном свидетельствует о значимости трендового роста; чем выше долгосрочные темпы роста экономики, тем более мелкими являются спады и тем выше амплитуда подъемов. Вместе с тем некоторые рецессии являются серьезными, и сокращение объема производства в них между пиковым значением и низшей точкой составляло более 10 процентов. Такие эпизоды часто называются депрессиями (см. апрельский выпуск «Перспектив развития мировой экономики» 2002 года). С 1960 года в странах с развитой экономикой было шесть случаев депрессий; последний из них отмечался в Финляндии в начале 1990-х годов. В случае некоторых подъемов, наоборот, отмечались повышения объема производства между низшей точкой и пиком более чем на 50 процентов, недавним примером чего служит «ирландское чудо».

Типичный спад продолжается приблизительно год, а подъем часто длится более пяти лет. В результате, страны с развитой экономикой находятся в фазе спада лишь 10 процентов времени. Самые продолжительные эпизоды спадов и подъемов в этих странах длились более 3 и 15 лет, соответственно. Два самых длинных спада отмечались в Финляндии и Швеции, а два самых длинных подъема — в Ирландии и Швеции.

С середины 1980-х годов спады в странах с развитой экономикой стали менее частыми и более умеренными, в то время как подъемы стали более продолжительными, что связано с периодом «великой умеренности» (рис. 3.2)⁸. Это может объясняться

⁶В периоде выборки присутствует 122 завершённых и 15 продолжающихся спадов.

⁷Сходные выводы представлены в апрельском выпуске «Перспектив развития мировой экономики» 2002 года.

⁸Это феномен отражен в нескольких исследованиях, в том числе в McConnell and Perez-Quiros (2000) и Blanchard and Simon (2001). В течение этого периода средняя крутизна спада — являющаяся показателем того, насколько круто, или резко, сокращается объем производства — составляла приблизительно 0,6 процента, что ниже по абсолютной величине, чем среднее для остальных периодов спада, составляющее 1 процент.

Таблица 3.1. Экономические циклы в промышленно развитых странах. Сводная статистика

	Продолжительность ¹			Амплитуда ²		
	Спад	Оживление ³	Подъем	Спад	Оживление ⁴	Подъем
Все						
Среднее (1)	3,64	3,22	21,75	-2,71	4,05	19,56
Стандартное отклонение (2)	2,07	2,72	17,89	2,93	3,12	17,50
Коэффициент дисперсии (2)/(1)	0,57	0,84	0,82	1,08	0,77	0,89
Число наблюдений	122	109	122	122	112	122
По ведущему фактору спада						
Финансовые кризисы						
Среднее (1)	5,67**	5,64**	26,40**	-3,39	2,21***	19,47
Стандартное отклонение (2)	3,15	3,32	24,74	3,25	1,18	20,46
Коэффициент дисперсии (2)/(1)	0,56	0,59	0,94	0,96	0,53	1,05
Число наблюдений	15	11	15	15	13	15
Другие⁵						
Среднее (1)	3,36**	2,95**	21,09**	-2,61	4,29***	19,58
Стандартное отклонение (2)	1,71	2,52	16,77	2,89	3,22	17,15
Коэффициент дисперсии (2)/(1)	0,51	0,85	0,79	1,11	0,75	0,88
Число наблюдений	107	98	107	107	99	107
По степени синхронизации						
С высокой синхронизацией						
Среднее (1)	4,54***	4,19*	19,97***	-3,45*	3,66**	16,24*
Стандартное отклонение (2)	2,50	3,59	15,32	2,96	1,72	11,85
Коэффициент дисперсии (2)/(1)	0,55	0,86	0,77	0,86	0,47	0,73
Число наблюдений	37	32	37	37	34	37
Другие⁶						
Среднее (1)	3,25***	2,82*	22,52***	-2,39*	4,21**	21,01*
Стандартное отклонение (2)	1,73	2,16	18,94	2,88	3,56	19,33
Коэффициент дисперсии (2)/(1)	0,53	0,77	0,84	1,21	0,85	0,92
Число наблюдений	85	77	85	85	78	85
Для справки:						
Спады, связанные с финансовыми кризисами, и с высокой синхронизацией						
Среднее	7,33	6,75	24,33	-4,82	2,82	18,83

Примечание. Обозначения *, ** и *** означают статистическую значимость на уровне 10, 5 и 1 процента, соответственно. Статистическая значимость для спадов, связанных с финансовыми кризисами (высоко синхронизированные спады), рассчитана по отношению к другим спадам.

¹Число кварталов.

²Процентное изменение реального ВВП.

³Количество кварталов до восстановления до уровня предыдущего пика.

⁴Процентное увеличение реального ВВП год спустя.

⁵Спады, не связанные с финансовым кризисом.

⁶Спады, не являющиеся в высокой степени синхронизированными.

массой различных факторов, включая глобальную интеграцию, усовершенствования на финансовых рынках, изменения в структуре совокупного объема производства в пользу сектора услуг с уменьшением доли обрабатывающей промышленности и повышение качества макроэкономической политики (см. Blanchard and Simon, 2001; Romer, 1999). Еще одна возможность заключается в том, что «великая умеренность» является результатом благоприятного стечения обстоятельств, в основном проявлявшегося в отсутствии крупных потрясений в мировой экономике.

Фаза подъема была предметом постоянного интереса в политико-экономических кругах⁹. Как

⁹Общепринятого определения подъема не существует. Некоторые определяют его как время, которое занимает возвращение экономики к своему пиковому уровню до спада, другие

правило, экономика восстанавливается до уровня своего предыдущего пикового объема производства менее чем за год (см. таблицу 3.1). Что, вероятно, еще более важно — это то, что подъемы имеют большую крутизну, чем спады: средние темпы роста за квартал во время подъема превышают темпы сокращения производства в период спада более чем на 25 процентов. В самом деле, имеются свидетельства наличия эффекта восстановления: рост производства в течение первого года подъема

измеряют его кумулятивным ростом, достигнутым после прохождения определенного времени, например года, с момента, когда экономика была в нижней точке. В данной главе используются оба эти определения. Они являются взаимодополняющими и демонстрируют своего рода двойственность: в первом определяется время, которое требуется для достижения заданной амплитуды, а второе определяет амплитуду, наблюдаемую за заданный период времени.

значимо и положительно связан с остротой предыдущего спада. Эффект восстановления в экономике может быть вызван целым рядом факторов, включая меры налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики (эта возможность рассматривается ниже в настоящей главе), научно-технический прогресс и рост населения¹⁰.

Влияет ли причина спада на форму цикла?

В данном разделе спады и следующие за ними подъемы привязываются к различным видам потрясений: финансовым, внешним, налогово-бюджетным, денежно-кредитным шокам и шокам цен на нефть¹¹. Цель такого мероприятия состоит в определении того, имеются ли существенные различия между спадами, связанными с финансовыми кризисами, и спадами, связанными с другими потрясениями. Кроме того, в данном разделе изучается вопрос о том, есть ли разница между высоко синхронизированными спадами и несинхронизированными спадами.

Авторы данной главы установили, что разные потрясения связаны с различными характеристиками макроэкономических финансовых переменных в течение спадов и подъемов. В частности, спады, связанные с финансовыми кризисами, как правило, были острыми и продолжительными, а подъемы после спадов, связанных с финансовыми кризисами, обычно были более медленными и сдерживались слабым частным спросом и кредитом. Кроме того, высоко синхронизированные эпизоды спада являются более продолжительными, чем другие спады, а подъемы после этих спадов обычно оказываются слабыми. Более того, динамика экономической ситуации в США часто играет решающую роль в определении как степени остроты, так и продолжительности этих синхронизированных спадов.

Разбивка спадов и подъемов на категории

Начнем разделение спадов и подъемов на категории, прежде всего определив финансовые кри-

¹⁰Свидетельства эффекта восстановления в экономических циклах США приводятся в работах Sichel (1994) и Wypne and Balke (1993). В работе Romer and Romer (1994) указывается, что в послевоенный период в США денежно-кредитная политика играла важную роль в окончании спадов и содействии подъемам.

¹¹Были также проанализированы спреды по срокам, которые часто использовались в качестве индикатора направленности денежно-кредитной политики и предсказательной переменной для краткосрочных темпов роста объема производства — см., например, работу Estrella and Mishkin

зисы как эпизоды, в течение которых происходят широкомасштабные нарушения в деятельности финансовых организаций и в функционировании финансовых рынков. Финансовые кризисы выявляются по описательной схеме, приведенной в работах Reinhart and Rogoff (2008a, 2008b, 2009)¹², которые, в свою очередь, опираются на работу Kaminsky and Reinhart (1999)¹³. Затем утверждает, что спад связан с финансовым кризисом, если эпизод спада начинается одновременно с началом финансового кризиса или после его начала¹⁴. Из 122 спадов в выборке 15 связаны с финансовыми кризисами (таблица 3.2)¹⁵. Остальные нарушения выявляются с использованием простых статистических эмпирических правил (см. приложение)¹⁶. Более половины из 122 спадов в рассматриваемой выборке были связаны по крайней мере с одним из таких потрясений¹⁷. Нефтяные шоки являются наиболее распространенными, и они сказались на

(1996), — и было установлено, что они дают результаты, очень близкие к случаю денежно-кредитных потрясений.

¹²Альтернативным методом определения финансовых кризисов является использование временных рядов или некоторой комбинации рядов в качестве индикатора, и применение к ним некоторого порогового значения (метод, используемый для других потрясений). Преимущество использования описательного метода заключается в том, что он позволяет избежать определения эпизодов по характеристикам именно тех переменных, которые представляют интерес для анализа, например, финансовый кризис можно определить как эпизод, в котором происходит значительное сокращение кредита, однако это не позволит оценить динамику кредита в течение финансовых кризисов и в последующий период.

¹³Нас особенно интересуют банковские кризисы, определяемые в работе Kaminsky and Reinhart (1999, стр. 476) как эпизоды, ведущие к массовому изъятию средств из банков или широкомасштабной помощи государства финансовым учреждениям.

¹⁴На этом основании мы не рассматриваем подпадающие под определение Рейнхарта – Рогоффа эпизоды, которые непосредственно не связаны со спадами, например, кризис ссудо-сберегательных ассоциаций в начале 1980-х годов в США.

¹⁵В принципе, здесь имеется потенциальная проблема эндогенности, поскольку финансовый кризис может вести к спаду и наоборот. Для преодоления этой проблемы датирование кризисов и поворотных точек цикла производится с использованием двух различных методов, как объясняется в данной главе.

¹⁶Эти правила имеют то преимущество, что они являются прозрачными и их можно легко и последовательно применить к рядам данных о ВВП по 21 стране, входящей в выборку. При этом всегда будут случаи, недостаточно хорошо выявляемые с помощью простых правил. Однако более глубокий анализ нефинансовых потрясений для каждой из стран выходит за рамки настоящей главы.

¹⁷Причины часто являются множественными, и для 65 спадов выявлено 105 причин, с которыми связаны эти спады, свидетельствуя о том, насколько могут вводить в заблуждение рассуждения о спаде, являющемся результатом одной отдельной «причины».

Таблица 3.2. Финансовые кризисы и связанные с ними спады

Австралия	1990 г. II кв. – 1991 г. II кв.
Дания	1987 г. I кв. – 1988 г. II кв.
Финляндия	1990 г. II кв. – 1993 г. II кв.*
Франция	1992 г. II кв. – 1993 г. III кв.
Германия	1980 г. II кв. – 1980 г. IV кв.
Греция	1992 г. II кв. – 1993 г. I кв.
Италия	1992 г. II кв. – 1993 г. III кв.
Япония	1993 г. II кв. – 1993 г. IV кв.*
Япония	1997 г. II кв. – 1999 г. I кв.
Новая Зеландия	1986 г. IV кв. – 1987 г. IV кв.
Норвегия	1988 г. II кв. – 1988 г. IV кв.*
Испания	1978 г. III кв. – 1979 г. I кв.*
Швеция	1990 г. II кв. – 1993 г. I кв.*
Соединенное Королевство	1973 г. III кв. – 1974 г. I кв.
Соединенное Королевство	1990 г. III кв. – 1991 г. III кв.

Примечание. Звездочка (*) обозначает пять крупнейших финансовых кризисов (Reinhart and Rogoff, 2008a).

17 странах в выборке. Денежно-кредитные и налогово-бюджетные потрясения являются более редкими, а потрясения внешнего спроса происходят наиболее редко, сказываясь только на узком круге малых стран с более открытой экономикой (см. таблицу 3.5 в приложении). Хотя спады в целом стали менее распространенным явлением в период «великой умеренности», те из них, которые связаны с финансовыми кризисами, происходят чаще (рис. 3.3).

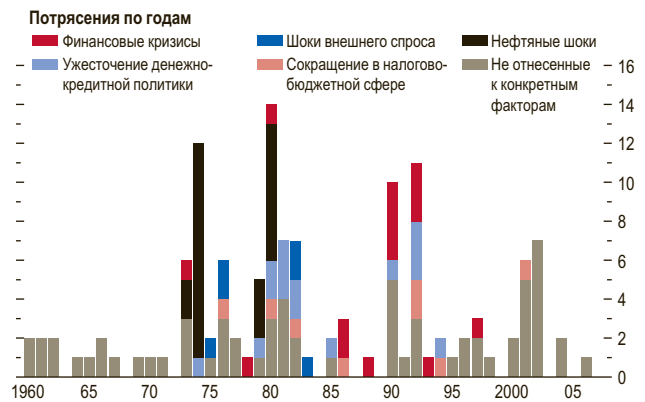
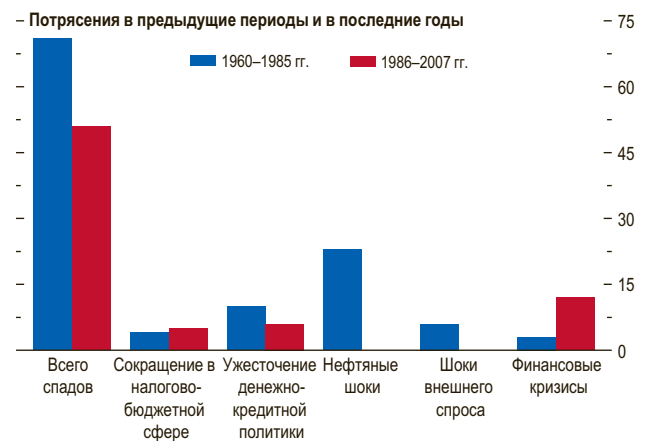
Общий обзор стандартизованных фактов в отношении таких различных категорий спадов и подъемов представлен в таблице 3.1 и на рис. 3.4. За принципиальным исключением нефтяных шоков, масштабы спада тесно связаны с его продолжительностью¹⁸. Спады, связанные с финансовыми кризисами, являются более длительными и обычно наносят больший ущерб, чем иные спады; особенно дорого обошлись экономике спады, связанные с «пятью крупнейшими» финансовыми кризисами, выделенными в работе Reinhart and Rogoff (2008a) (рис. 3.4, верхняя часть)¹⁹. После финансовых кризисов также отмечаются слабые подъемы: время, проходящее до восстановления уровня активности до состояния предыдущего пика, равно продолжительности самого спада, а кумулятивный рост ВВП

¹⁸В целом нефтяные шоки обычно ведут к спадам, которые наносят значительный ущерб, но продолжаются сравнительно недолго. Это особенно справедливо в случае нефтяных шоков 1973–1974 годов, после которых ВВП сравнительно быстро восстановился до предыдущего уровня.

¹⁹Пять крупнейших эпизодов финансового кризиса включают кризисы в Испании (1978–1979 годы), Норвегии (1988 год), Финляндии (1990–1993 годы), Швеции (1990–1993 годы) и Японии (1993).

Рисунок 3.3. Эволюция спадов в зависимости от вида потрясения

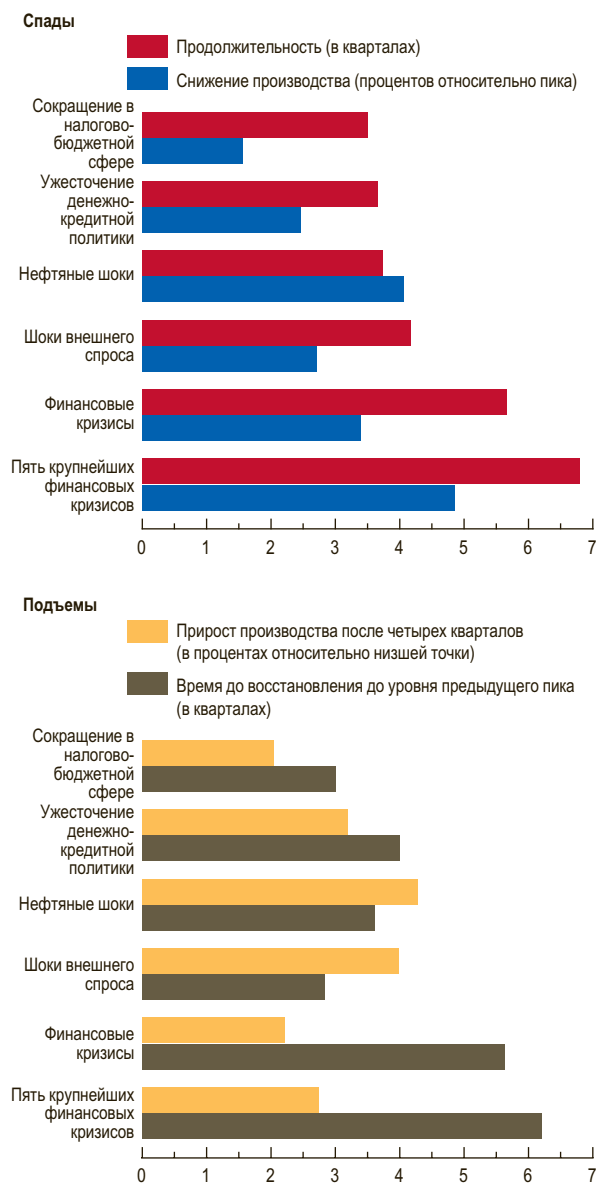
В последнее время спады стали менее частым явлением. Однако спады, связанные с финансовыми кризисами, стали происходить чаще.



Источник: расчеты персонала МВФ.

Рисунок 3.4. Средняя статистика по спадам и подъемам

Глубина многих спадов тесно связана с их продолжительностью. Спады после финансового кризиса продолжительнее, чем спады в среднем. Спады после нефтяных шоков являются относительно глубокими, но не очень продолжительными. Восстановление после финансовых кризисов идет слабее, чем в среднем. При этом требуется более продолжительное время для восстановления объема производства до уровня предыдущего пика.



Источник: расчеты персонала МВФ.

в течение четырех кварталов после низшей точки спада обычно ниже, чем после других видов спадов (рис. 3.4, нижняя часть)²⁰. Отметим, что кумулятивный рост через один год после низшей точки в случае финансового кризиса на 2½ процентных пункта ниже, чем в других случаях, с учетом поправки на глубину и продолжительность предыдущего спада.

Почему финансовые кризисы являются иными?

Какие механизмы отличают спады и подъемы, связанные с финансовыми кризисами? Для ответа на этот вопрос необходимо принимать во внимание характер подъема, предшествовавшего этим спадам. Описательные данные говорят о том, что эти эпизоды были часто связаны с кредитными бумагами, характеризовавшимися перегревом товарных рынков и рынков труда, с бумагами цен на жилье и, часто — с потерей внешней конкурентоспособности²¹. Это видно на рис. 3.5, который показывает медианные значения макроэкономических переменных в течение восьми кварталов перед достижением ВВП пикового значения. Рост кредита в течение подъемов, предшествовавших финансовым кризисам, является более высоким, чем в других подъемах, и связан с более высокой, чем в обычных условиях, долей потребления в ВВП в период, предшествовавший пику. По сравнению с другими подъемами, в названных случаях степень участия на рынках труда является высокой, отмечаются высокие темпы роста номинальной заработной платы, а безработица является низкой. Рост цен, например, повышение дефлятора ВВП, цен на жилье и цен на фондовом рынке заметно выше, чем обычно. Кредитные бумы часто происходят после проведения реформ по снижению степени финансового регулирования²². Есть некоторые свидетельства «пузырей» цен на активы: в преддверии эпизодов с финансовым кризисом отношение цен на дома к ценам на аренду жилья становится выше уровня, характерного для других

²⁰Спады и подъемы являются очевидно различными по степени остроты в зависимости от того, с каким потрясением они связаны. Однако в случае одного и того же потрясения они являются в целом симметричными, то есть крутизне фазы спада очень близко соответствует крутизна фазы подъема.

²¹Комплексный анализ кредитных бумов в странах с развитой экономикой и в странах с формирующейся экономикой, см., например, в работе Mendoza and Terrones (2008).

²²Например, таблица 3.6 в приложении показывает, что почти все из рассматриваемых здесь 15 финансовых кризисов происходили после дерегулирования ипотечного рынка.

эпизодов спадов, начинаясь с существенно более низких уровней (рис. 3.6).

Быстрый рост кредита обычно связан со сдвигами в нормах сбережения населения и ухудшением качества балансов²³. Из верхней части рис. 3.7 видно, что доля располагаемого дохода домашних хозяйств, направляемая в сбережения, существенно ниже в периоды подъема перед финансовыми кризисами. Однако после того как происходит финансовый кризис, нормы сбережения существенно повышаются, особенно во время спада. В эпизодах пяти крупнейших кризисов сдвиг в нормах сбережения населения был еще больше. Дополнительную картину рисуют данные о чистом кредитовании (рис. 3.7, нижняя часть). Хотя эти данные охватывают лишь несколько из рассматриваемых здесь эпизодов финансового кризиса — Дания (1985–1989 годы), Норвегия (1986–1990 годы), Соединенное Королевство (1988–1992 годы) и Финляндия (1988–1992 годы), — они показывают, что чистые остатки домашних хозяйств по кредитам существенно увеличивались в периоды спадов.

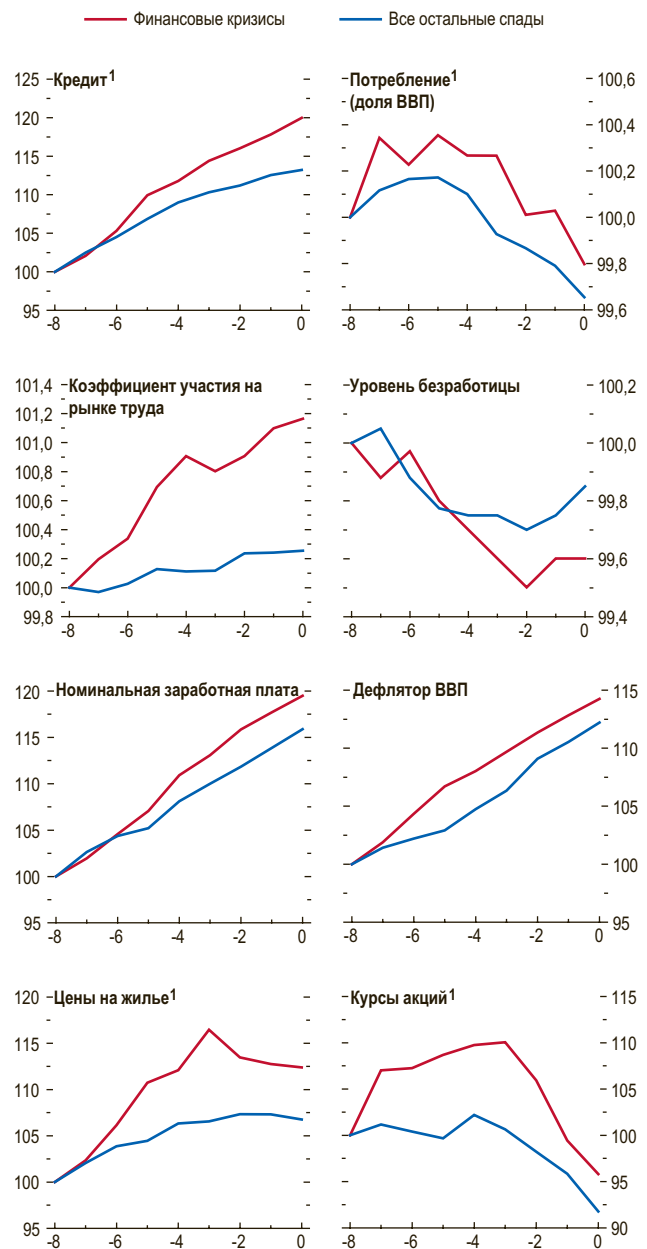
Совместное рассмотрение динамики этих переменных указывает на то, что движущей силой подъемов, за которыми следуют финансовые кризисы, могут быть чрезмерно оптимистичные ожидания роста доходов и благосостояния²⁴. Следствием этого является завышение цен на товары, услуги, особенно, цен на активы. В течение некоторого времени этот перегрев кажется подтверждающим оптимистичные ожидания, а затем, когда ожидания в конечном счете оказываются неоправдавшимися, восстановление балансов населения и понижательная коррекция цен с их некоторым приближением к справедливым уровням требуют резкого изменения в поведении частного сектора. Неудивительно, что основная причина, по которой спады,

²³К сожалению, по большей части эпизодов финансового кризиса нет комплексных данных балансов. Однако, в качестве примера, анализ данных по Соединенному Королевству показывает заметное ухудшение отношения совокупных обязательств населения к ликвидным активам в годы перед спадом 1990–1991 годов с постепенным улучшением качества балансов населения в течение спада и после него.

²⁴На практике темпы роста реального ВВП перед спадами, связанными с финансовыми кризисами, не были исключительно высокими по сравнению с другими случаями спадов. Аналогичным образом, взаимосвязь между средним уровнем разрыва между фактическим и потенциальным объемом производства в течение четырех кварталов перед пиком цикла и сокращением объема производства в последующем спаде является положительной, однако случаи финансовых кризисов существенно не выделяются в этом отношении.

Рисунок 3.5. Подъемы в преддверии спадов, связанных с финансовыми кризисами и другими потрясениями
(Медиана = 100 в $t = -8$; пик производства в $t = 0$; по оси X отложены кварталы)

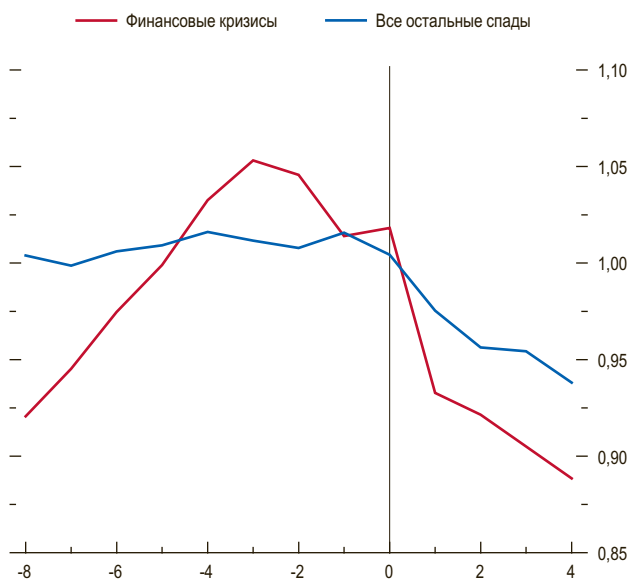
Подъемы, связанные с финансовыми кризисами, характеризуются перегревом рынков товаров, труда и активов.



Источник: расчеты персонала МВФ.
¹Данные в реальном выражении.

Рисунок 3.6. Отношения цены жилья к стоимости аренды в случае спадов, связанных с финансовыми кризисами, и других потрясений
(Пик производства в $t = 0$; по оси X отложены кварталы)

Подъемы перед спадами, связанными с финансовыми кризисами, характеризуются быстрым ростом отношений цен жилья к стоимости аренды. Во время спадов это отношение резко снижается.



Источник: Организация экономического сотрудничества и развития.

связанные с финансовыми кризисами, настолько более болезненны, заключается в сокращении частного потребления.

Что касается фазы подъема, то слабость частного спроса, как правило, устойчиво сохраняется в повышательных фазах, следующих за спадами, связанными с финансовыми кризисами (рис. 3.8). Частное потребление обычно растет более медленными темпами, чем в случае других подъемов. Частные инвестиции продолжают сокращаться и после низшей точки спада; в частности, для инвестиций в жилье обычно требуется два года, чтобы просто остановилось их уменьшение. Таким образом, рост объема производства оказывается вялым, а уровень безработицы продолжает повышаться сильнее, чем обычно. Рост кредита продолжается неуверенным, в то время как при других видах подъемов кредит устойчиво растет быстрыми темпами. Цены на активы, как правило, являются вялыми; в частности, для цен на жилье характерен продолжительный спад. С другой стороны, хотя восстановление внутреннего частного спроса после финансовых кризисов происходит медленнее, чем обычно, страны, пережившие финансовый кризис, как правило, получают выгоды от относительно высокого спроса в остальном мире, который позволяет им выйти из спада за счет своего экспорта.

Что говорят нам эти наблюдения о динамике подъема после финансового кризиса? Во-первых, население и фирмы либо ощущают более сильную необходимость восстановить нормальное состояние своих балансов после периода чрезмерного использования заемных средств, либо оказываются вынужденными это сделать вследствие резкого спада в предложении кредита. Рост частного потребления в большинстве случаев остается слабым до тех пор, пока домашние хозяйства не почувствуют большей уверенности в повышении своей финансовой безопасности. Ошибочно считать, что подъем после таких эпизодов представляет собой процесс, когда экономика просто возвращается к своему предыдущему состоянию.

Во-вторых, финансовые кризисы особенно негативно сказываются на расходах с длительными горизонтами планирования, прежде всего, на инвестициях в недвижимость и капитал. Представляется, что этот факт имеет сильно выраженную связь со слабым ростом кредита. Характер таких финансовых кризисов и отсутствие роста кредита в фазе подъема указывает на то, что это проблема на стороне предложения. Кроме того, как более подробно рассматривается во вставке 3.2, отрасли, традиционно зависящие в большой степени от привлекаемых кредит-

ных ресурсов, восстанавливаются после таких спадов намного медленнее.

В-третьих, учитывая динамику частного спроса на уровне ниже среднего, важным вопросом является то, насколько государственный и внешний спрос могут содействовать экономическому росту. Во многих случаях подъемов после финансовых кризисов, рассмотренных в данном разделе, важным условием был активный экономический рост в мире. Это вызывает вопрос о том, что происходит, если рост мировой экономики является слабым или отсутствует.

Есть ли отличительные черты у высоко синхронизированных спадов и подъемов после них?

Текущий спад является глобальным, а это означает, что движущей силой совокупного подъема не может стать наращивание чистого экспорта (хотя это и может иметь место в случае отдельных стран). Соответственно, исследование характеристик синхронизированных спадов может помочь составить представление об эволюции текущего спада и будущего подъема.

В этих целях высоко синхронизированные спады определяются как спады, в течение которых 10 или более стран из числа 21 входящей в выборку страны с развитой экономикой одновременно находились в фазе спада²⁵. Помимо текущего цикла, имелось еще три эпизода высоко синхронизированных спадов: 1975 года, 1980 года и 1992 года (рис. 3.9)²⁶. Как видно из таблицы 3.1, высоко синхронизированные спады являются более продолжительными и глубокими, чем другие: средняя продолжительность (амплитуда) синхронного спада на 40 (45) процентов больше, чем у других спадов.

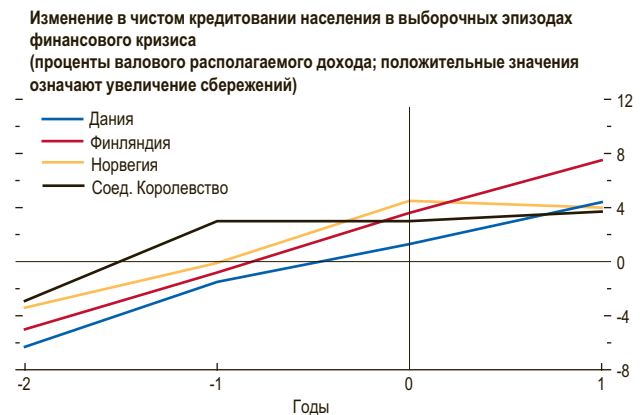
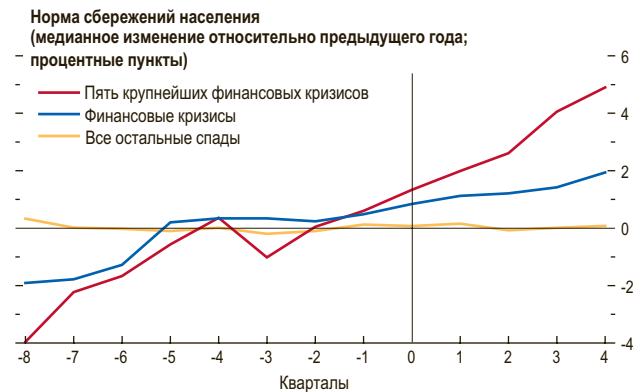
Каковы отличительные характеристики высоко синхронизированных спадов? Наиболее очевидной является их острота, как видно из рис. 3.10. Более того, подъем после синхронизированных спадов в среднем является очень медленным, и для восстановления объема производства до уровня своего предыдущего пика в среднем требуется на 50 про-

²⁵Синхронизированные спады можно определить альтернативным образом как случаи спадов, пики которых находятся в пределах заданного интервала времени, например, года. Представленные в тексте результаты не утрачивают своей справедливости и при использовании данного определения.

²⁶Следует отметить, что текущие спады далее не включены в проводимый анализ. Почти одна треть всех спадов были высоко синхронизированными.

Рисунок 3.7. Нормы сбережений населения и чистое кредитование до и после пиков экономического цикла (Пик производства в $t = 0$)

В эпизодах финансового кризиса население уменьшает свои сбережения во время подъемов и восстанавливает свои балансы во время спадов.

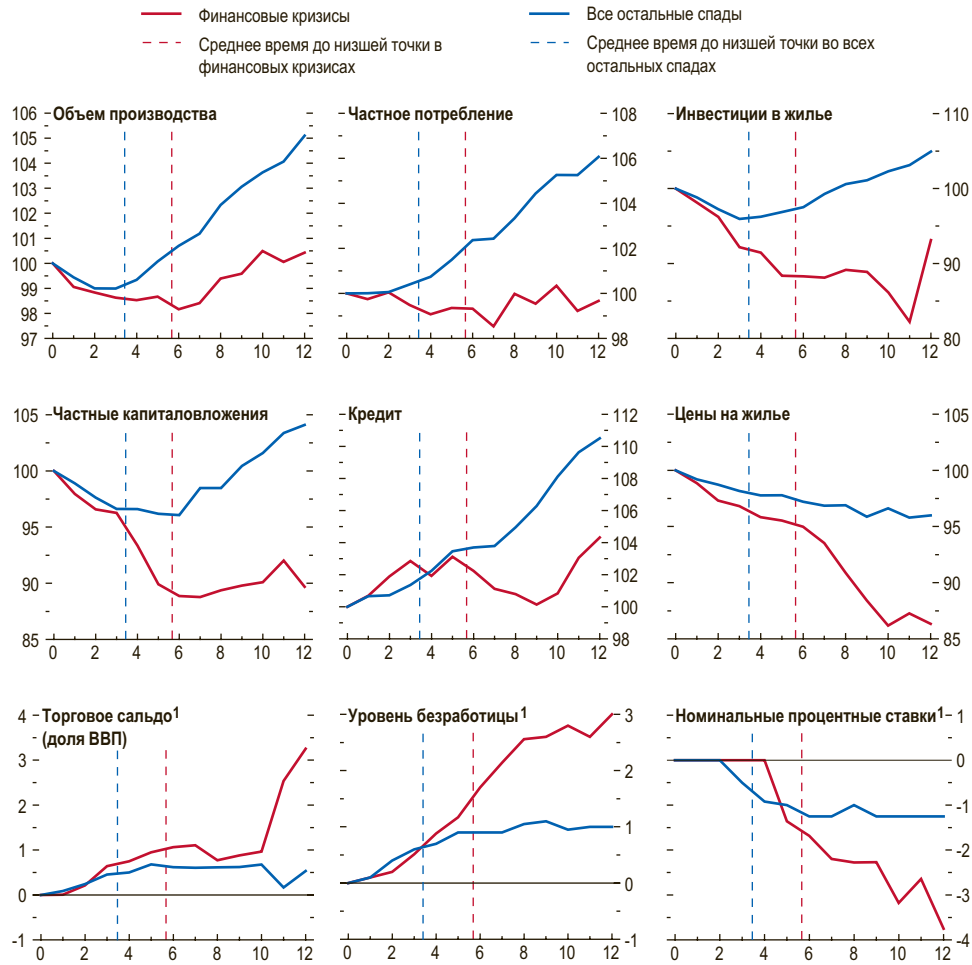


Источник: расчеты персонала МВФ.

Рисунок 3.8. Спады и подъемы, связанные с финансовыми кризисами и другими потрясениями

(Медиана = 100 в $t = -8$; пик производства в $t = 0$; данные в реальном выражении, если не указано иное; по оси X отложены кварталы)

Спады, связанные с финансовыми кризисами, являются более продолжительными и более глубокими, чем другие спады. Во время подъемов частный спрос, рост кредита и цены на активы являются особенно слабыми. В прошлых эпизодах ведущим фактором подъема был чистый экспорт.



Источник: расчеты персонала МВФ.
¹ Отклонение от уровня в $t = 0$, в процентных пунктах.

центров больше времени, чем в случае других спадов. Рост кредита также является слабым, в отличие от подъемов после несинхронизированных спадов, где отмечается быстрое восстановление кредита и инвестиций. Как и в случае финансовых кризисов, инвестиции и цены на активы продолжают снижаться и после низшей точки спада ВВП. Однако важнейшим отличием от подъемов, следующих за локализованными финансовыми кризи-

сами, является то, что чистая торговля носит намного более слабый характер. По сравнению с несинхронизированными спадами, экспорт во время синхронизированных спадов обычно является более вялым.

США часто находились в центре синхронизированных спадов. Трех из четырех синхронизированных спадов (включая текущий цикл) предшествовал спад в США или эти спады совпадали по

времени. Во время спадов и 1975 года, и 1980 года резкое падение импорта США вызывало значительное сокращение мировой торговли²⁷. Помимо влияния, обусловленного тесными торговыми связями, на других странах может заметно сказываться и понижающаяся динамика в объеме кредита и курсах акций в США.

Приводит ли сочетание двух негативных факторов к еще большему ухудшению?

Спады, связанные как с финансовыми кризисами, так и с глобальным спадом, характеризовались необычайной остротой и продолжительностью. С 1960 года из 122 спадов в выборке только 6 отвечают этому описанию: в Германии (1980 год), в Греции (1992 год), в Италии (1992 год), в Финляндии (1990 год), во Франции (1992 год) и в Швеции (1990 год). В среднем эти спады продолжались приблизительно два года (таблица 3.1, последняя строка). Более того, во время этих спадов ВВП сокращался более чем на 4¼ процента. Подъемы после синхронизированных спадов оказываются слабыми, что отчасти объясняется остротой этих спадов.

Могут ли меры политики играть полезную антициклическую роль?

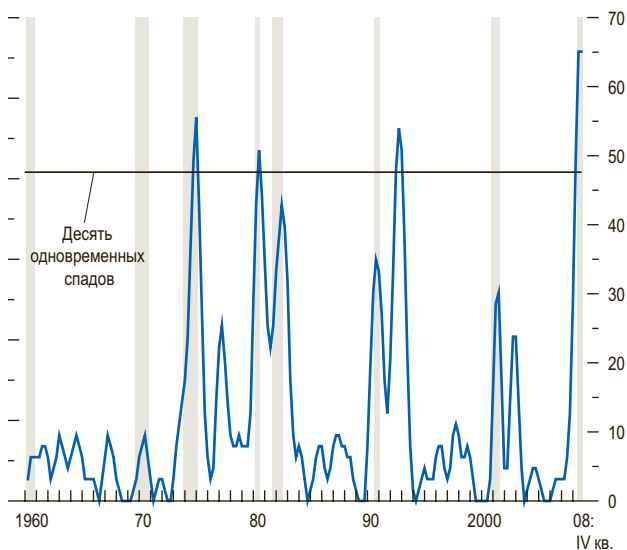
До настоящего момента в данной главе рассматривалась динамика спадов и подъемов без учета ответных мер экономической политики. Однако директивные органы, как правило, стремятся к уменьшению колебаний в объеме производства. Описательные исследования процесса принятия решений в области экономической политики, такие как Romer and Romer (1989, 2007), показывают, что при разработке политики основную роль играет обеспокоенность состоянием экономики.

В данном разделе рассматривается, как использовались меры денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики в качестве антициклического инструмента в периоды спада деловой активности. Действенность вмешательств со стороны экономической политики в сглаживании цикла деловой

²⁷В этих двух спадах импорт США упал на 11 процентов и 14 процентов, соответственно. Во время других пяти спадов в США импорт сокращался в среднем на 3 процента. Эти случаи для некоторых стран отмечаются как спады, связанные с шоками в области внешнего спроса, но не для всех, что объясняется порогом, налагаемым определением (см. приложение).

Рисунок 3.9. Спады с высокой степенью синхронизации
(Процент стран, находящихся в фазе спада; затемненные области показывают наличие спада в США)

Спады с высокой степенью синхронизации являются редкими явлениями, которым часто предшествуют или с которыми совпадают спады в США.

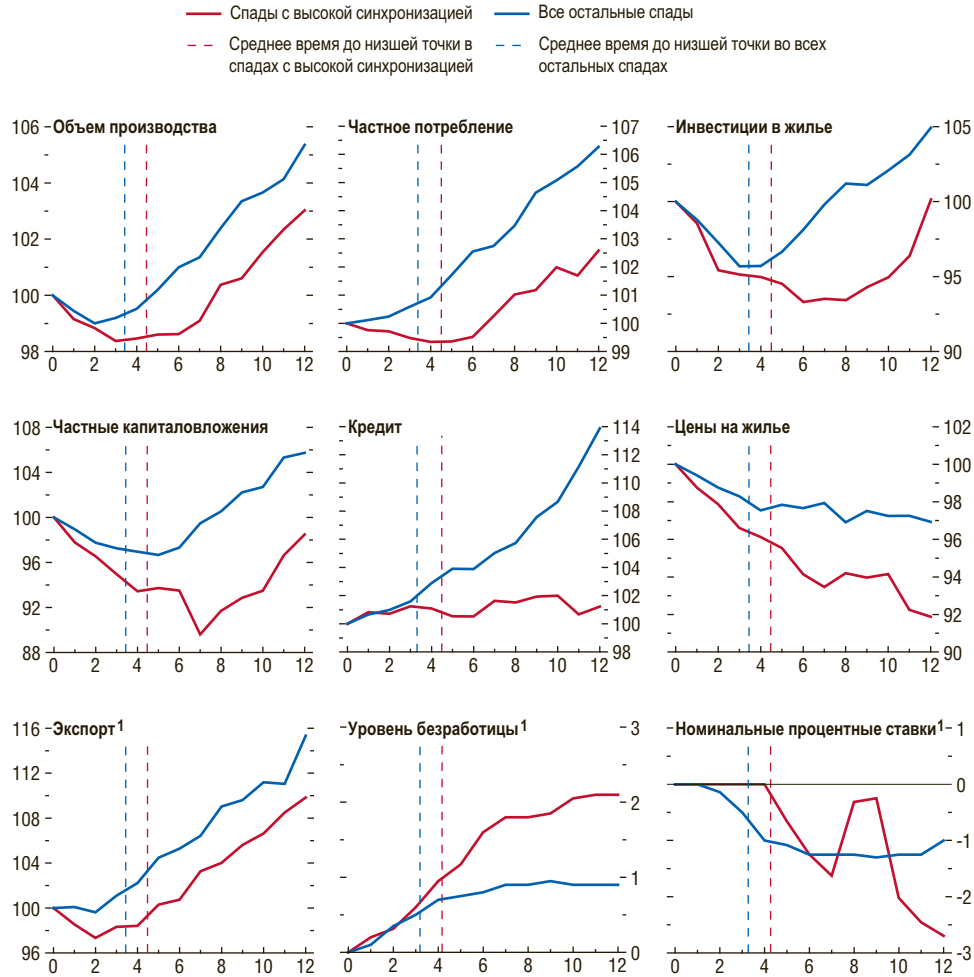


Источник: расчеты персонала МВФ.

Рисунок 3.10. Являются ли спады с высокой степенью синхронизации иными?

(Медиана = 100 в $t = 0$; пик производства в $t = 0$; данные в реальном выражении, если не указано иное; по оси X отложены кварталы)

Спады с высокой степенью синхронизации являются более продолжительными и глубокими, чем другие спады. Подъемы после таких спадов, как правило, слабые.



Источник: расчеты персонала МВФ.
¹ Отклонение от уровня в $t = 0$, в процентных пунктах.

активности является вопросом, который в течение уже долгого времени является предметом дебатов в научной литературе. Значительная часть этих споров сосредоточена на воздействии мер активной, или дискреционной, политики, а не на тех мерах, которые обеспечивают автоматическую реакцию на состояние цикла деловой активности. Особенно интенсивные дебаты велись в отношении роли налогово-бюджетной политики, а оценки того, на-

сколько объем производства реагирует на дискреционные изменения в политике, меняются в весьма широких интервалах в зависимости от использованной методологии, выборки стран и исследованного периода времени. В самом деле, есть свидетельства, что в некоторых случаях мультипликатор может быть отрицательным. Общее мнение, однако, заключается в том, что дискреционная налогово-бюджетная политика имеет положительное

**Вставка 3.2. Является ли кредит жизненно важным элементом для подъема?
Выводы из данных на уровне отдельных отраслей**

Одной из наиболее поразительных особенностей подъемов после спадов, связанных с финансовыми кризисами, является их «бескредитный» характер (первый рисунок). Рост кредита обычно становится положительным только через семь кварталов после возобновления роста объема производства. Хотя после финансового кризиса спрос на кредит, как правило, ниже, поскольку население и фирмы сокращают свою долю заемных средств, стресс, переживаемый банковским сектором в течение этих эпизодов, указывает на то, что значимую роль играют также и ограничения со стороны предложения кредита. Это поднимает важный вопрос, рассматривающийся в данной вставке: в какой мере ограничения со стороны предложения кредита сдерживают активность экономического подъема? При отсутствии дополнительных издержек в финансовой сфере фирмы должны быть в состоянии без дополнительных издержек компенсировать уменьшение банковского кредита за счет других форм кредита — например, выпуска долговых обязательств — без внесения изменений в свои решения относительно инвестиций и объема производства. Однако наличие у рынка несовершенств ведет к тому, что эти различные формы кредита не идеально взаимозаменяемы, результатом чего является более медленный подъем в компаниях и отраслях, которые в большей степени зависят от кредита¹.

Методология

Для исследования влияния, которое оказывает кредит на активность подъема, в данной вставке используются годовые данные по производству в обрабатывающей промышленности в странах с развитой экономикой за период 1970–2004 годов². Спады, связанные с финансовыми кризисами, выявляются точно так же, как в данной главе, то есть через взаимодействие кризисов, определенных в работе Reinhart and Rogoff (2008a, 2008b), с пиками и низкими точками циклов деловой активности. Отрасли ранжируются соответственно степени, в которой они обычно финансируют свою деятельность за

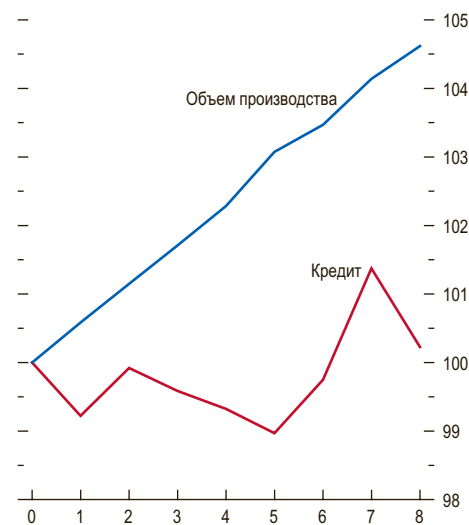
Основным автором данной вставки является Пракаш Каннан.

¹Более подробное обсуждение роли факторов несовершенства рынка на кредитных рынках см. в работах Bernanke (1983) и Bernanke and Gertler (1989).

²Данные по добавленной стоимости на уровне трехзначной отраслевой классификации получены из базы данных *IndStat*, составляемой Организацией ООН по промышленному развитию. Эти данные охватывают 21 страну с развитой экономикой, исследуемую в данной главе.

Динамика кредита во время подъемов после спадов, связанных с финансовыми кризисами

(Медиана = 100 в $t=0$; низшая точка объема производства в $t=0$; по оси X отложены кварталы)



Источник: расчеты персонала МВФ.

счет привлеченных средств (в противоположность нераспределенной прибыли), используя показатель, предложенный в работе Rajan and Zingales (1998). Реальное влияние кредита выявляется, прежде всего, через расхождения в показателях роста добавленной стоимости производства в течение подъема между этими отраслями в пределах конкретной страны.

Сосредоточение внимания на вариациях в росте в течение подъемов после спадов, связанных с финансовыми кризисами, между различными отраслями дает следующую эмпирическую спецификацию³:

$$Growth_{i,c,t} = \alpha_1 Size_{i,c,t-1} + \alpha_2 (Recovery_{c,t} \times Dependence_i) + \sum_{ic} \beta_{i,c} \times d_{i,c} + \sum_{i,t} \gamma_{i,t} \times d_{i,t} + \sum_{c,t} \delta_{c,t} \times d_{c,t} + \varepsilon_{i,c,t},$$

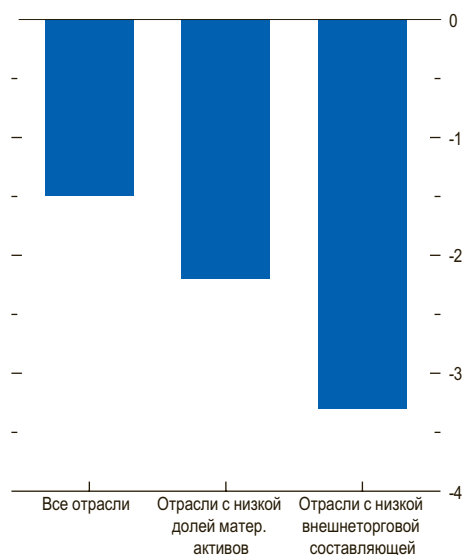
где подстрочные буквы i , c и t представляют наблюдения по конкретной отрасли, стране и временному периоду, соответственно.

Коэффициент при члене взаимодействия между индикаторной переменной подъема ($Recovery_{c,t}$) и показателем зависимости от привлекаемого финан-

³Эта спецификация тесно соответствует приведенной в работе Dell’Ariccia, Detragiache, and Rajan (2008).

Вставка 3.2 (окончание)

Влияние зависимости от привлекаемого финансирования на активность подъема по отраслям¹
(Проценты)



Источник: расчеты персонала МВФ.

¹ Различие в темпах роста между отраслями с «высокой» и «низкой» зависимостью от привлекаемого финансирования, где отраслями с «высокой» и «низкой» зависимостью считаются отрасли, относящиеся к 85-му перцентилю и 15-му перцентилю, соответственно.

сирования (*Dependence*), α_2 , характеризует степень воздействия кредитных условий на экономический рост в продолжение периода подъема. Если $\alpha_2 < 0$, то отрасли, в большей степени использующие привлекаемое финансирование, включая банковский кредит, имеют во время подъема более низкий рост добавленной стоимости относительно других отраслей, что свидетельствует о значимом влиянии ограничений в предложении кредита на динамичность подъема. Однако темпы роста добавленной стоимости в отрасли ($Growth_{i,c,t}$) зависят также и от множества других факторов. Чтобы учесть эти факторы в общем виде, спецификация включает три набора условных переменных, учитывающих фиксированные эффекты страны-отрасли, отрасли-времени и страны-времени. Такое сочетание условных переменных позволяет учесть широкий спектр эффектов, таких как глубина предыдущего спада, общие характеристики страны, глобальные отраслевые потрясения и характерные для страны нормы регулирования, различающиеся по отраслям. И на-

конец, эффекты роста, связанные с размером отрасли вследствие, в частности, эффектов конвергенции, учитываются за счет включения взятой с лагом доли добавленной стоимости производства конкретной отрасли ($Size_{i,c,t-1}$).

Рост и кредит во время подъемов

Результаты, основанные на приведенной выше эмпирической спецификации модели, свидетельствуют о том, что фирмы в тех отраслях, которые в большей степени зависят от привлекаемого финансирования, действительно показывают более медленный рост после окончания спада, связанного с финансовым кризисом (см. таблицу, первый столбец). Это указывает на то, что нарушения в доступности кредита имеют значительные реальные последствия. Представленные в таблице оценки говорят, что типичная фирма в отрасли с высокой зависимостью от внешних средств растет приблизительно на 1,5 процентных пункта медленнее, чем в случае большей опоры на собственные средства (второй рисунок)⁴.

Существуют ли какие-либо сдерживающие факторы, которые потенциально могли бы компенсировать неблагоприятное влияние спада в предложении кредита? Как отмечалось в данной главе, одним из ключевых факторов, способствовавших подъему в экономике после спада, связанного с финансовым кризисом, была возможность воспользоваться активным внешним спросом. Это говорит о том, что нарушения в предложении кредита могут не иметь особого значения для фирм, в высокой степени зависящих от привлекаемого финансирования, если они производят товары, являющиеся в высокой степени внешнеторговыми.

Для проверки этой гипотезы отрасли разделяются на те, которые производят товары, являющиеся в высокой степени внешнеторговыми (доля экспортируемой или импортируемой продукции отрасли выше медианного значения), и те, которые производят товары с меньшей внешнеторговой составляющей.⁵ Используемая выше эмпирическая спецификация также применена к этим двум подвыборкам. Результаты этого подтверждают важность

⁴Отраслями с «высокой» и «низкой» зависимостью считаются отрасли, входящие, соответственно, в 85-й и 15-й перцентили в статистическом распределении зависимости от внешних средств.

⁵Степень участия во внешней торговле получена из расчетов, приведенных в работе Braun and Larrain (2005), где используются таблицы Бюро экономического анализа (Bureau of Economic Analysis) для расчета доли продукции отрасли, которая экспортируется или импортируется.

Зависимость от внешнего финансирования и подъем после финансового кризиса

	Доля материальных активов			Внешнеторговая составляющая	
	Все (1)	Высокая (2)	Низкая (3)	Высокая (4)	Низкая (5)
Размер с лагом	-2,255*** (0,206)	-2,766*** (0,344)	-1,830*** (0,241)	-2,353*** (0,280)	-2,260*** (0,285)
Подъем × зависимость от привлекаемых средств	-0,038** (0,018)	-0,028 (0,023)	-0,057** (0,029)	-0,020 (0,017)	-0,085* (0,046)
N	15204	8071	7133	8192	7012
R ²	0,35	0,38	0,37	0,47	0,31

Примечание. Зависимой переменной является рост добавленной стоимости. Устойчивые стандартные ошибки приведены в скобках. ***, ** и * указывают на значимость на уровне 1, 10 и 5 процентов, соответственно.

«Размер с лагом» — доля добавленной стоимости отрасли i в период $t-1$. «Подъем» — индикаторная переменная, которая принимает значение 1 в первые два года после нижней точки спада, связанного с финансовым кризисом. Все приведенные выше спецификации включают фиксированные эффекты страны-отрасли, страны-времени и отрасли-времени.

внешней торговли как амортизирующего фактора в ходе подъемов после спадов, связанных с финансовым кризисом (см. таблицу, второй и третий столбцы). В случае фирм в тех отраслях, которые характеризуются низкой внешнеторговой составляющей, на росте добавленной стоимости существенно сказывается степень их зависимости от привлекаемого финансирования. В этих отраслях разница между темпами роста фирм с высокой зависимостью от привлекаемых средств и компаний с низкой зависимостью составляет приблизительно 3,3 процентных пункта, то есть более чем в два раза больше, чем по выборке в целом. Для фирм в отраслях с высокой внешнеторговой составляющей степень зависимости от привлекаемых средств не имеет значения.

Способствуют ли другие характеристики отрасли, такие как материальный характер активов, компенсации влияния ограниченности кредита на темпы роста? Теоретически, отрасли с более высокой долей материальных активов должны иметь больше возможностей привлечь финансирование, поскольку эти активы могут предоставляться в качестве залога, тем самым уменьшая спреда в процентных ставках, с которыми сталкивается фирма в такой отрасли. Для решения этого вопроса отрасли снова разделяются на две группы: с высокой долей материальных активов (выше медианного уровня используемого здесь показателя материальных активов) и с низкой долей материальных активов⁶. Это дает интересный результат — на росте добавленной стоимости производства в течение подъема у фирм в отраслях с высокой долей материальных активов существенно не сказывается сте-

⁶В работе Braun and Larrain (2005) построен показатель доли материальных активов, опирающийся на среднее отношение стоимости зданий, сооружений и производственного оборудования к совокупным активам в заданной отрасли.

пень их зависимости от привлекаемого финансирования (см. таблицу, четвертый столбец). Однако, как и ожидалось, фирмы в отраслях, имеющих относительно меньший объем материальных активов и в большей степени опирающихся на привлекаемое финансирование, растут в процессе подъема после финансового кризиса намного более низкими темпами (см. таблицу, пятый столбец).

Эти выводы указывают на то, что доступность кредита играет важную роль в восстановлении экономики после спадов, связанных с финансовыми кризисами, особенно в отраслях с меньшей долей внешнеторговой продукции и материальных активов. Помимо отраслей, относимых к категории «другая продукция обрабатывающей промышленности», отрасли профессионального и научного оборудования и машиностроения представляются особенно уязвимыми, поскольку они служат примером отраслей, которые в очень значительной степени опираются на привлекаемое финансирование, их продукция продается на внешнем рынке сравнительно меньше, а их активы являются в меньшей степени материальными⁷. Эти выводы также служат напоминанием о важности мер политики, ориентированных на восстановление здоровья банковской системы и финансовых рынков, чтобы можно было быстро восстановить поток кредитов. Эта мысль приобретает дополнительный вес во время эпизодов финансового кризиса, характеризующихся высокой степенью синхронизации, поскольку при этом невозможна поддержка подъема за счет внешнего спроса, как это происходило в прошлом.

⁷Хотя рассматриваемые в данном исследовании отрасли относятся к обрабатывающей промышленности и потому производят товары, которые в основном являются внешнеторговыми, в данном случае интерес представляет показатель *относительной* внешнеторговой составляющей в пределах сектора.

влияние на экономический рост, хотя его масштабы являются относительно небольшими²⁸.

Общей сложностью, которая возникает при проведении эмпирических исследований по мерам макроэкономической политики, является выбор надлежащего количественного показателя дискреционной политики. В целом, любой количественный показатель макроэкономической политики взаимосвязан с объемом производства, что затрудняет выведение причинно-следственных связей. Для решения этой проблемы в данном разделе проводится разграничение автоматической реакции политики (определяющейся экономической активностью) и дискреционных мер, для чего используется простая схема, основанная на регрессиях. В качестве представительной величины для дискреционного компонента налогово-бюджетной политики используется циклически скорректированное первичное сальдо бюджета, а также циклически скорректированное реальное государственное потребление²⁹. Аналогичным образом, в качестве представительной величины для дискреционного компонента денежно-кредитной политики используется номинальная процентная ставка и отклонения реальной процентной ставки от ставки по правилу Тейлора, что должно отражать реакцию центрального банка на изменения в разрыве между фактическим и потенциальным объемом производства и на отклонения экономики от явного или косвенного целевого показателя инфляции. Для каждой фазы спада базовая мера реакции политики представлена изменением выбранного показателя между пиком и низшей точкой цикла, что является кумулятивной мерой степени ослабления или ужесточения политики за время всего спада³⁰.

²⁸Общий обзор см. в главе 5 октябрьского выпуска «Перспектив развития мировой экономики» 2008 года. Недавние попытки выявления влияния дискреционной налогово-бюджетной политики см. также в работах Blanchard and Perotti (2002), Ramey (2008) и Romer and Romer (2007).

²⁹Для проверки устойчивости этих результатов используется также альтернативный показатель налогово-бюджетной политики. Этот показатель (процентное изменение не скорректированного на циклические колебания реального государственного потребления) основан на предположении, что изменения реальных государственных расходов в значительной степени зависят от циклических колебаний в объеме производства. Как обсуждается в приложении, большинство результатов остаются справедливыми. Еще одним вариантом могли бы быть государственные инвестиционные расходы. Однако их размеры значительно меньше размера государственного потребления, а их связь с экономическим подъемом часто ограничена вследствие значительных лагов в реализации (см. Spilimbergo et al., 2008).

³⁰Более подробно см. в приложении к настоящей главе. Для получения показателей денежно-кредитной политики созда-

дискреционные меры налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики во время спадов обычно имеют экспансионистскую направленность (рис. 3.11)³¹. Среднее повышение дискреционного компонента государственного потребления в течение спада составляет приблизительно 1,1 процента за квартал, а среднее снижение реальных процентных ставок сверх предполагаемого правилом Тейлора составляет примерно 0,2 процентного пункта за квартал³². Исторически для стран Группы семи были характерны более решительные меры денежно-кредитной политики, чем в случае других стран³³. С другой стороны, некоторые европейские страны были не в состоянии провести независимое снижение процентных ставок во время спадов вследствие своих обязательств в рамках европейского механизма обменных курсов и членства в зоне евро.

Способствуют ли меры политики уменьшению продолжительности спадов?

Влияние дискреционных мер денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики на продолжительность спадов исследуется путем рассмотрения межстрановых данных по различным эпизодам спада с использованием анализа продолжительности. Задачей анализа продолжительности является моделирование вероятности того, что произойдет некоторое событие, такое как конец спада. В предыдущих исследованиях такие модели использовались для решения вопроса о том повышается или снижается вероятность окончания спадов по мере того, как

ваемый политикой стимул рассчитывается как сумма отклонений в каждом квартале, пока экономика находится в спаде. В большинстве эмпирических исследований, включая упомянутые выше, не проводится различий между различными фазами делового цикла. Исключением являются работы Peersman and Smets (2001) и Tagkalakis (2008), где показывается, соответственно, что денежно-кредитная политика и налогово-бюджетная политика обычно оказывают более значительное воздействие во время спадов, чем во время подъемов.

³¹В работе Lane (2003) делается вывод, что текущее государственное потребление, не включая процентные платежи, является антициклическим для выборки стран, входящих в Организацию экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), но при этом в ней утверждается, что основной движущей силой в этой антициклическости являются автоматические стабилизаторы.

³²Следует отметить, что эти цифры представляют используемые в нашем анализе показатели для дискреционного компонента политики. Прямые показатели политики, такие как изменения процентных ставок или первичного бюджетного сальдо, демонстрируют во время спада более заметное снижение.

³³В состав Группы семи входят Германия, Италия, Канада, Соединенное Королевство, США, Франция и Япония.

проходит больше времени с их начала³⁴. В данной главе этот анализ расширяется за счет дополнительного рассмотрения того, как меры политики влияют на вероятность выхода экономики из спада.

Для всех видов спадов существуют свидетельства того, что экспансионистская денежно-кредитная политика обычно связана с более короткими спадами, тогда как для экспансионистской налогово-бюджетной политики это не так. Однопроцентное сокращение реальной процентной ставки относительно ставки, предполагаемой правилом Тейлора, повышает вероятность выхода из спада в заданном квартале приблизительно на 6 процентов. С другой стороны, в случае налогово-бюджетной политики, измеряемой изменениями либо в первичном сальдо бюджета, либо в государственном потреблении, не обнаружено значительного влияния на продолжительность спадов при проведении исследования по всем спадам.

Однако в периоды спадов, связанных с финансовыми кризисами, экспансионистские меры как налогово-бюджетной, так и денежно-кредитной политики ведут к сокращению продолжительности спадов, хотя влияние денежно-кредитной политики не является статистически значимым (таблица 3.3). В течение этих эпизодов повышение государственного потребления на 1 процент оказывается связанным с повышением вероятности выхода из спада приблизительно на 16 процентов. Более сильное влияние налогово-бюджетной политики в этих ситуациях согласуется со свидетельствами о том, что налогово-бюджетная политика является более действенной, когда экономические субъекты сталкиваются с более жесткими ограничениями ликвидности³⁵. Отсутствие статистически значимого эффекта денежно-кредитной политики может быть следствием стресса, испытываемого финансовым сектором во время финансовых кризисов, который подрывает действенность каналов передаточного механизма денежно-кредитной политики, связанных с процентной ставкой и банковским кредитованием³⁶.

Полезным способом наглядного представления воздействия мер денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики на продолжительность спа-

³⁴В предыдущих исследованиях делалось заключение, что в послевоенный период вероятность окончания спадов повышалась с увеличением времени, прошедшего с их начала (см. Diebold and Rudebusch, 1990; Diebold, Rudebusch, and Sichel, 1993).

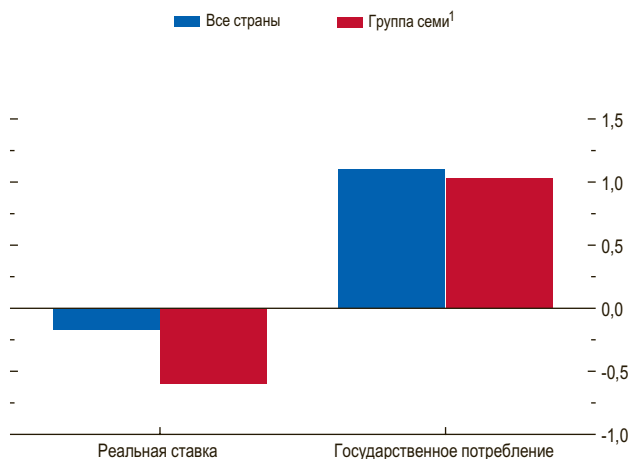
³⁵См. Tagkalakis (2008). В работе Bernanke and Gertler (1989) указывается, что ограничения ликвидности более характерны для спадов, чем для подъемов.

³⁶Подробное обсуждение кредитного канала передачи воздействия денежно-кредитной политики см. в работе Bernanke and Gertler (1995).

Рисунок 3.11. Средние ответные меры политики во время спада

(Реальная ставка в процентных пунктах; государственное потребление в процентах)

Дискреционная денежно-кредитная и налогово-бюджетная политика во время спада, как правило, являются экспансионистскими

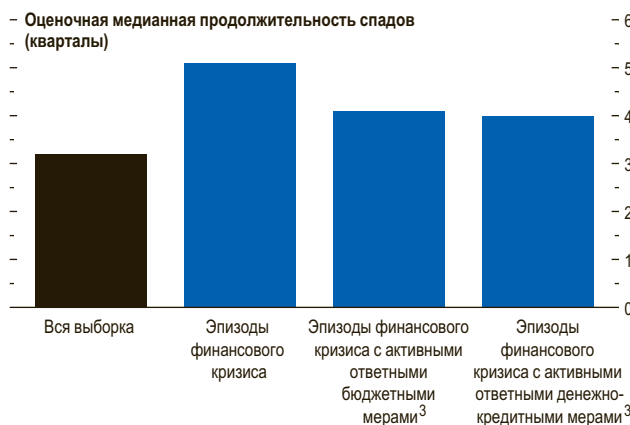
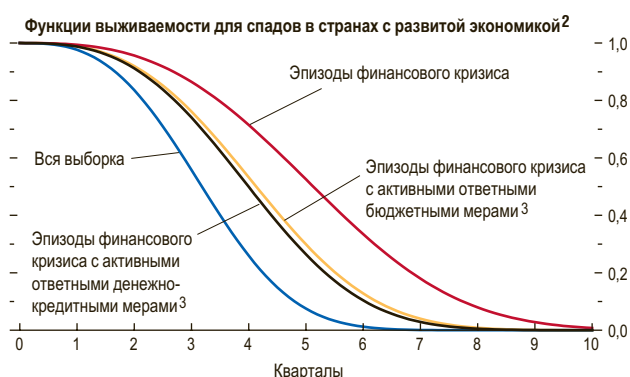


Источник: расчеты персонала МВФ.

¹Группа семи включает в себя Германию, Италию, Канаду, Соединенное Королевство, США, Францию и Японию.

Рисунок 3.12. Влияние мер политики в течение эпизодов финансового кризиса¹

Спады, связанные с финансовым кризисом, как правило, являются более протяженными. Однако продолжительность этих спадов может быть уменьшена за счет экспансионистских мер налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики.



Источник: расчеты персонала МВФ.
¹Спады, связанные с финансовыми кризисами, согласно описанию в тексте.
²Функции выживаемости показывают вероятность остаться в состоянии спада по истечении определенного количества кварталов.
³Определяются как случаи увеличения государственного потребления или снижения реальных процентных ставок на одно стандартное отклонение, соответственно.

дов является рассмотрение оценок вероятности того, что экономика будет оставаться в состоянии спада по истечении определенного количества кварталов (рис. 3.12, верхняя часть). Полученные путем оценки вероятности существенно выше для спадов, связанных с финансовыми кризисами, по сравнению со средним спадом, что указывает на большую продолжительность первых относительно вторых. Проведение экспансионистских мер политики, очевидно, способствует уменьшению медианной продолжительности спада (рис. 3.12, нижняя часть). Например, повышение государственного потребления на одно стандартное отклонение снижает медианную продолжительность спада, связанного с финансовым кризисом, с 5,1 квартала до 4,1 квартала. И наоборот, влияние денежно-кредитной политики, хотя и способствующей сокращению продолжительности спада, связанного с финансовым кризисом, является статистически незначимым.

Повышают ли меры политики активность подъема?

Как отмечалось в предыдущих разделах, за спадами обычно следуют быстрые подъемы. Хотя такие факторы, как технологический прогресс и рост населения в конечном счете способствуют восстановлению экономики, как обсуждалось выше, в данном разделе исследуется, способствуют ли меры налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики, проводимые в течение спада, также укреплению экономического подъема. Для этого проводится исследование событий, чтобы воспользоваться межстрановыми вариациями в данных. Представляющей интерес переменной в данном случае является кумулятивный рост объема производства через год после низшей точки цикла. Эта переменная используется в качестве представительной величины для активности подъема. Объем производства в выходящей из спада экономике к этому моменту обычно уже превосходит свой предыдущий пик. Здесь используются те же показатели экономической политики, что и в анализе продолжительности, то есть кумулятивные изменения в течение фазы спада. Помимо показателей политики в качестве контрольных переменных включаются также продолжительность и амплитуда предыдущего спада.

Полученные результаты указывают на то, что экспансионистские меры как налогово-бюджетной, так и денежно-кредитной политики, проводимые в течение спада, связаны с более активным подъемом (таблица 3.4). В частности, увеличение государственного потребления и снижение как номинальных,

так и реальных процентных ставок относительно предполагаемых правилом Тейлора оказывает положительное влияние на динамичность экономического подъема (рис. 3.13)³⁷. В таблице 3.4 показано количественное влияние каждого показателя политики в отдельности и их совместное влияние. Полученный коэффициент при переменной государственного потребления, составляющий приблизительно 0,2, свидетельствует о том, что повышение государственного потребления на одно стандартное отклонение в течение спада связано с повышением кумулятивных темпов роста в течение фазы подъема приблизительно на 0,7 процента. Реакция на снижение реальных процентных ставок на одно стандартное отклонение относительно ставок, предполагаемых правилом Тейлора, составляет приблизительно 0,4 процента. С другой стороны, изменения в циклически скорректированном первичном сальдо бюджета в течение спада не имеют статистически значимой связи с ростом объема производства во время последующего подъема³⁸.

Чрезмерно активное использование дискреционной налогово-бюджетной политики вызывает обеспокоенность устойчивостью государственных финансов. Например, в работе Perotti (1999) с использованием выборки из 19 стран-членов ОЭСР было сделано заключение, что бюджетный стимул ведет к снижению частного потребления в периоды, когда уровень государственного долга является особенно высоким³⁹. Снижает ли обеспокоенность устойчивостью государственных финансов степень действенности налогово-бюджетных стимулов во время подъема? Для решения этого вопроса уровни государственного долга относительно ВВП на начало спада вводятся в систему контрольных регрессий во взаимодействии с представительной переменной для налогово-бюджетной политики. Результаты, показанные в таблице 3.4, указывают на то, что степень государственной задолженности снижает действенность налогово-бюджетной политики.

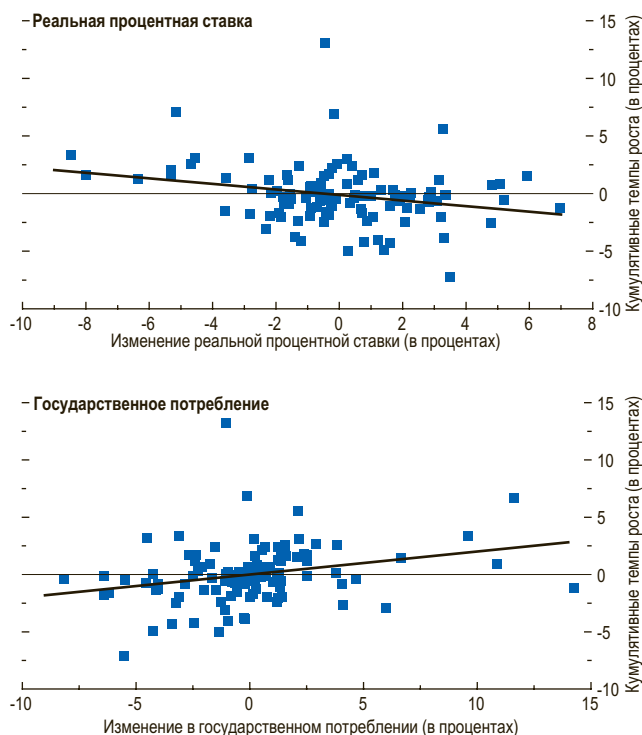
³⁷Это положительное влияние политики остается статистически значимым, даже если включить меры политики, предпринятые на ранних этапах подъема.

³⁸Не существует никаких свидетельств того, что при повышении активности подъемов после рецессий, связанных с финансовыми кризисами, воздействие мер политики отличается от воздействия при иных подъемах.

³⁹Процикличность налогово-бюджетной политики в странах с формирующейся экономикой также в значительной мере объясняется тем фактом, что ограничения на финансирование государственного долга обычно являются более жесткими в периоды спада (анализ стран Латинской Америки см. в работе Gavin and Perotti, 1997).

Рисунок 3.13. Влияние показателей политики на активность подъема¹

После поправки на амплитуду и продолжительность предыдущего спада, а также на фиксированные характеристики страны экспансионистские меры политики оказываются положительно связанными с активностью подъема.

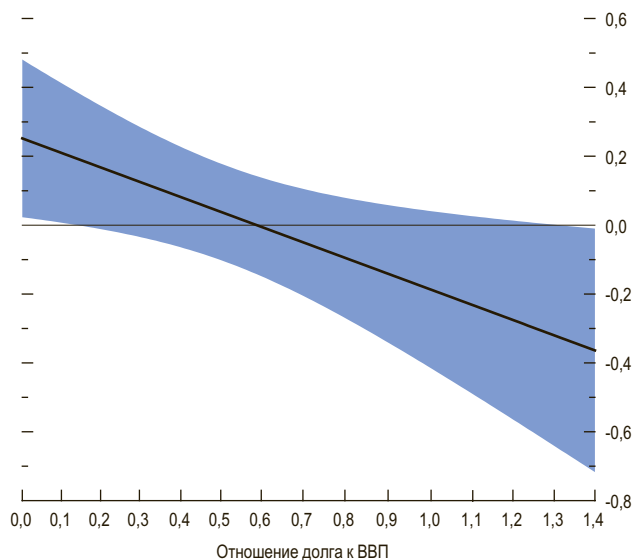


Источник: расчеты персонала МВФ.

¹Приведенная здесь диаграмма разброса является условным точечным представлением, учитывающим эффекты нескольких других управляющих переменных, как описывается в приложении.

Рисунок 3.14. Взаимосвязь между влиянием налогово-бюджетной политики на активность подъема и отношением долга к ВВП

Влияние налогово-бюджетной политики на активность подъема является более слабым в случае стран с более высоким уровнем государственного долга относительно ВВП.



Источник: расчеты персонала МВФ.

Чтобы более четко показать характер этой взаимосвязи, на рис. 3.14 представлено предельное соотношение влияния налогово-бюджетной политики на активность подъема и отношения долга к ВВП. График с отрицательным наклоном указывает на то, что налогово-бюджетные стимулы в странах с низкими уровнями государственного долга имеют более сильное влияние на активность подъема, чем в странах с более высоким уровнем государственного долга. Точечная оценка этого влияния оказывается отрицательной, когда уровень долга превышает приблизительно 60 процентов ВВП. Вместе с тем, учитывая отмеченные голубым цветом 90-процентные доверительные интервалы, существует значительная неопределенность в оценках пороговых уровней долга⁴⁰.

Эти выводы указывают на необходимость приверженности поддержанию среднесрочной устойчивости государственных финансов, которая должна сопровождать любые краткосрочные бюджетные стимулы. Сомнения относительно устойчивости долговой ситуации могут замедлить процесс подъема в результате более низких потребительских расходов и более высоких долгосрочных реальных процентных ставок. Принципиально важно, чтобы проведение мер, служащих временным стимулом для экономики, осуществлялось в рамках системы, гарантирующей долгосрочную устойчивость государственных финансов для обеспечения действенности политики⁴¹.

В данном разделе внимание сосредоточено на налогово-бюджетной и денежно-кредитной политике, однако прошлый опыт спадов, связанных с финансовыми кризисами, активно указывает на то, что действенность мер денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики существенно снижается без проведения оперативных и четко направленных мер финансовой политики. Многие наблюдатели считают, что предпринятые в начале 1990-х годов меры в Швеции оказались чрезвычайно действен-

⁴⁰Схожие результаты получаются, когда представительной переменной налогово-бюджетной политики служит первичное сальдо. Однако в этом случае доверительные интервалы являются более узкими, что более четко отделяет пороговые уровни долга.

⁴¹Более подробно о разработке надлежащих мер политики в отношении вопросов долгосрочной устойчивости см. в работе Spilimbergo et al. (2008). В работе Reinhart and Rogoff (2008b) было установлено, что эпизоды финансового кризиса часто бывают связаны с резким повышением уровня государственного долга, что может вызывать беспокойство в отношении устойчивости долговой ситуации в среднесрочной перспективе. Однако в названной работе не исследуется динамика долгосрочных процентных ставок в период после таких кризисов.

Таблица 3.3. Влияние мер политики на вероятность выхода из спада

	(1)	(2)	(3)	(4)
Спад, связанный с финансовым кризисом ¹	-1,275*** (0,381)	-2,238*** (0,602)	-0,454 (0,612)	-1,391** (0,763)
Государственное потребление ²		-0,110*** (0,027)		-0,131*** (0,029)
Государственное потребление × финансовый кризис		0,278** (0,143)		0,284** (0,139)
Реальная ставка ³			-0,024*** (0,008)	-0,033*** (0,009)
Реальная ставка × финансовый кризис			-0,028 (0,031)	-0,024 (0,031)
Константа	-3,224*** (0,449)	-3,269*** (0,459)	-3,571*** (0,499)	-3,742*** (0,514)
$\ln p^4$	0,900*** (0,069)	0,983*** (0,069)	0,960*** (0,072)	1,070*** (0,072)
Фиксированные эффекты	Да	Да	Да	Да
N	121	120	117	117

Примечание. Предполагается, что базисная функция опасности имеет распределение Вейбулла. Представлены значения коэффициентов индивидуальных независимых переменных в функции опасности. В скобках приведены стандартные ошибки. Обозначения ***, ** и * означают статистическую значимость на 1-, 5- и 10-процентном уровне, соответственно.

¹«Спад, связанный с финансовым кризисом» представляет собой индикаторную переменную, принимающую значение 1, когда спад определяется как связанный с финансовым кризисом согласно описанию, приводимому в тексте.

²«Государственное потребление» означает изменение в дискреционном государственном потреблении в течение спада.

³«Реальная ставка» означает кумулятивные отклонения реальных процентных ставок от правила Тейлора в течение спада.

⁴ p представляет значение (по логарифмической шкале) параметра Вейбулла, который определяет форму функции опасности.

ными в восстановлении здоровья финансового сектора, заложив фундамент для динамичного подъема⁴². Одним из ключевых компонентов этих мер было создание независимых компаний по управлению активами, в которые были переведены низкокачественные активы с балансов банков, с тем чтобы последние могли возобновить нормальную деятельность по предоставлению кредитов. В Японии достаточно позднее признание глубины проблемы низкокачественных ссуд привело к медленному восстановлению экономики после финансовых кризисов 1990-х годов (см., например, Hoshi and Kashyap, 2008).

Поддержка финансового сектора обычно связана с издержками для бюджета. Однако значительная часть валовых авансируемых на начальном этапе средств впоследствии обычно возвращается государству в среднесрочной перспективе за счет продажи активов. Например, в случае скандинавских стран и Японии валовые расходы на рекапитализацию составляли в среднем приблизительно 5 процентов ВВП, а средняя норма возмещения этих расходов за первые пять лет была приблизительно

30 процентов⁴³. Скорость экономического подъема и связанного с ним улучшения финансовой ситуации являются важными факторами, определяющими норму возмещения понесенных расходов. В случае Швеции, например, более 90 процентов исходных ассигнований были возмещены в течение первых пяти лет. При этом соответствующий показатель в случае спада в Японии в конце 1990-х годов составил лишь немногим свыше 10 процентов, однако к 2008 году он почти достиг 90 процентов.

Уроки для текущего спада и перспективы для подъема

Данные за период до конца четвертого квартала 2008 года указывают на то, что 15 из 21 страны с развитой экономикой, рассматриваемой в данной

⁴³Эта норма возмещения является относительно низкой по сравнению с нормой возмещения в 55 процентов, характерной для стран с развитой экономикой, когда осуществляется продажа активов, приобретенных в результате государственных интервенций. Подробные данные об ответных мерах финансовой политики в нескольких эпизодах финансового кризиса, рассматриваемых в данной главе, приводятся в работе Laeven and Valencia (2008).

⁴²См. работу Jackson (2008) и содержащиеся в ней ссылки.

Таблица 3.4. Влияние мер политики на активность подъемов

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Продолжительность спада	-0,044 (0,121)	0,111 (0,126)	-0,248 (0,156)	-0,208 (0,211)	-0,201* (0,110)	-0,056 (0,144)	-0,406 (0,251)	-0,342 (0,286)
Амплитуда спада	0,155 (0,116)	0,092 (0,102)	0,446*** (0,082)	0,426*** (0,103)	0,415*** (0,069)	0,353*** (0,082)	0,358*** (0,117)	0,323** (0,137)
Государственное потребление ¹	0,201** (0,080)	0,173** (0,082)	0,252** (0,119)	0,236* (0,131)				
Государственное потребление × долг			-0,437** (0,186)	-0,415* (0,209)				
Первичное сальдо ²					-0,040 (0,070)	-0,041 (0,071)	-0,567** (0,247)	-0,575** (0,236)
Первичное сальдо × долг							1,029*** (0,354)	1,056*** (0,340)
Реальная ставка ³		-0,035*** (0,011)		-0,010 (0,025)		-0,028* (0,016)		-0,015 (0,025)
Государственный долг ⁴			-1,505** (0,647)	-1,468** (0,670)			-3,890*** (0,797)	-3,755*** (0,885)
Фиксированные эффекты	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да
N	112	109	75	75	96	93	72	72
R ²	0,10	0,13	0,34	0,34	0,12	0,16	0,46	0,46

Примечание. Зависимой переменной является кумулятивный рост за год с начала фазы подъема. Устойчивые стандартные ошибки, сгруппированные по странам, приведены в скобках. Обозначения ***, ** и * означают статистическую значимость на 1-, 5- и 10-процентном уровне, соответственно.

¹«Государственное потребление» означает изменение в дискреционном государственном потреблении в течение предшествующего спада.

²«Первичное сальдо» означает изменение в скорректированном на циклические колебания первичном сальдо в течение предыдущего спада.

³«Реальная ставка» означает кумулятивные отклонения реальных процентных ставок от правила Тейлора в течение спада.

⁴«Государственный долг» означает отношение государственного долга к ВВП на начало спада.

главе, уже находятся в фазе спада. Исходя из поворотных точек в объеме производства, Ирландия испытывает спад в течение семи кварталов; Дания — пяти; Финляндия, Новая Зеландия и Швеция — четырех; Австрия, Германия, Италия, Нидерланды, Соединенное Королевство и Япония — трех; а Испания, Португалия, США и Швейцария — двух (хотя спад в США уже продолжается четыре квартала, согласно датировке НБЭИ)⁴⁴. В данном разделе рассматриваются перспективы восстановления после этих спадов в свете выводов настоящей главы.

Многие из стран, находящихся в настоящий момент в фазе спада, пережили подъем, который очень похож на подъемы перед предыдущими эпизодами финансового стресса, как отмечается в данной главе, характеризовавшиеся перегретыми ценами на активы и быстрым ростом кредита⁴⁵. Это явные признаки того, что — учитывая опыт предыдущих эпизодов финансового стресса (см.

октябрьский выпуск «Перспектив развития мировой экономики» 2008 года) — эти спады уже являются более глубокими и продолжительными, чем обычные. На рис. 3.15 представлены медианные темпы роста ключевых макроэкономических переменных по всем предыдущим 122 спадам, а также границы верхних и нижних квартилей. На каждый из графиков наложены данные по текущему спаду в США и медианные значения по всем остальным текущим спадам⁴⁶. Данные по ВВП указывают на то, что ситуация в этих странах ухудшалась относительно быстрыми темпами. В частности, в США отмечался резкий спад на рынках товаров, труда и активов. Особого внимания заслуживают три аспекта описанной динамики ситуации.

Во-первых, существуют свидетельства отрицательной обратной связи между ценами на активы, кредитом и инвестициями, которая, как было показано в предыдущих разделах, характерна для глубоких спадов, связанных с финансовыми кризисами. Самые последние данные свидетельствуют о чрез-

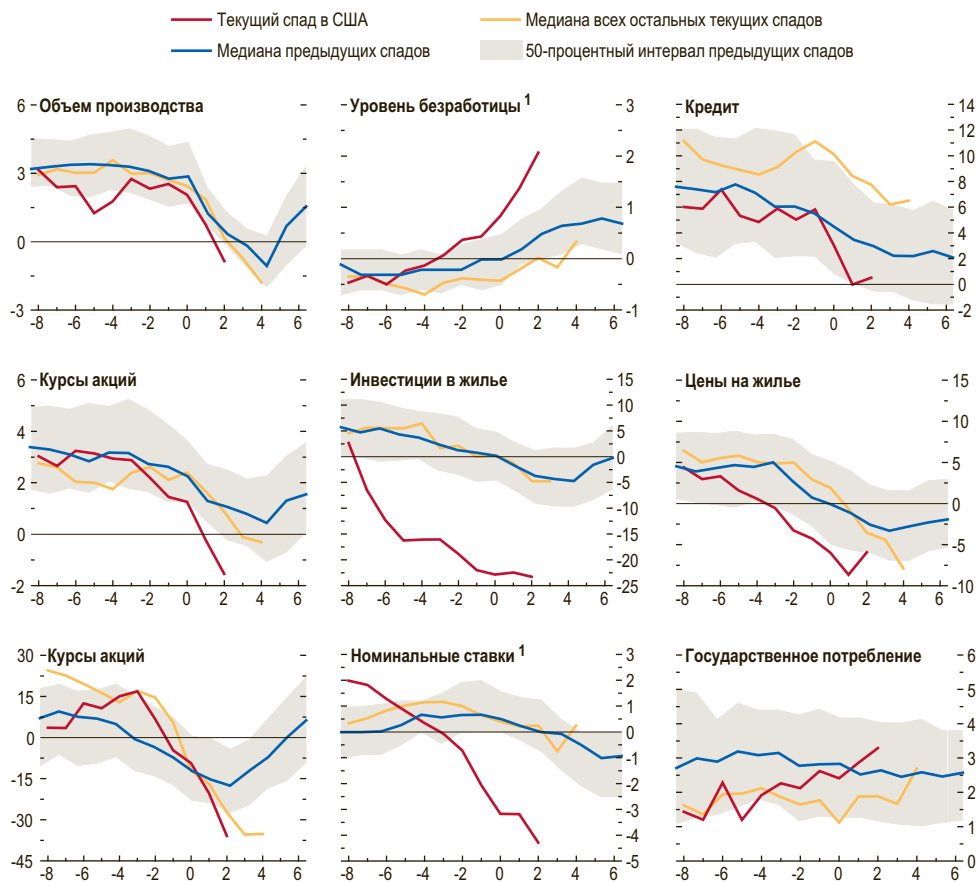
⁴⁴НБЭИ объявило, что самый последний пик в объеме производства в США был в декабре 2007 года.

⁴⁵Как отмечается в главе 2, заметными исключениями являются Германия и Япония, хотя экономика этих стран также испытывает финансовый стресс.

⁴⁶Расчет медианы ограничивается не менее чем четырьмя наблюдениями, поэтому ряд данных по последним спадам не доходит до шести кварталов.

Рисунок 3.15. Экономические показатели в окрестностях пиков текущего и предыдущих спадов
(Медианное логарифмическое изменение относительно предыдущего года, если не указано иное; пик производства в $t = 0$; данные в реальном выражении, если не указано иное; по оси X отложены кварталы)

По сравнению с предыдущими спадами текущий спад в США уже является острым. Резкое падение благосостояния, ограничения на кредит и степень снижения активности указывают на то, что быстрое восстановление частного спроса является маловероятным.



Источник: расчеты персонала МВФ.

¹ Медианные различия в процентных пунктах по сравнению с предыдущим годом.

вычайно сильном сокращении кредита. Отмечается резкое падение стоимости финансовых активов, представленной ценами фондового рынка. Снижение цен на жилье в США происходит настолько же резко, как и в пяти крупнейших кризисных эпизодах, рассмотренных выше. Инвестиции в жилье, очевидно, характеризуются исключительно сильным сокращением по сравнению с предыдущими спадами.

Во-вторых, приведенные в настоящей главе свидетельства указывают на то, что резкое снижение благосостояния населения, отмечающееся в нескольких странах, и необходимость восстановления балансов населения приведет к снижению частного потребления в большей степени, чем это происходит в обычном спаде. Действительно, сокращение потребления

в США в самых последних кварталах было явно нетипичным. Доверие потребителей во всех странах устойчиво снижается, указывая на то, что падение частного спроса и доверия приведет к затяжному спаду.

И наконец, текущие спады также являются высоко синхронизированными, что дополнительно ухудшает перспективы нормального подъема. В частности, быстрый спад потребления в США означает значительное уменьшение внешнего спроса для многих других стран.

По этим причинам представляется маловероятным, что страны с излишне высокой долей заемных средств будут в состоянии быстро восстановиться и начать расти за счет динамичного повышения частного внутреннего спроса — на фундаментальном

уровне для этого потребуется продолжительный период формирования сбережений с нормой выше средней. Во многих предыдущих случаях стресса в банковской системе ведущую роль в восстановлении экономики играл чистый экспорт, которому способствовал активный спрос со стороны США и снижение курса или девальвация национальной валюты. Однако этот вариант будет невозможен для всех стран, в настоящее время переживающих спад, ввиду размаха текущей рецессии.

Учитывая наиболее вероятную недостаточность как внутреннего частного спроса, так и внешнего спроса, необходимо использовать меры политики для того, чтобы остановить порочный круг снижения спроса, цен на активы и кредита. В большинстве стран с развитой экономикой была оперативно смягчена денежно-кредитная политика, причем в значительно большей степени, чем в предыдущих спадах, и были приняты чрезвычайные меры по предоставлению ликвидности рынкам. Остаются возможности дальнейшего действенного смягчения политики, даже при приближении номинальной процентной ставки к нулю. Однако приведенные в данной главе эмпирические свидетельства указывают на то, что во время финансового кризиса снижение процентной ставки, как правило, будет иметь меньший эффект. Принимая во внимание продолжающееся тяжелое положение в финансовом секторе, государственным органам не следует полагаться только на стандартные меры политики.

Приведенные в данной главе свидетельства показывают, что налогово-бюджетная политика может внести существенный вклад в сокращение продолжительности спадов, связанных с финансовыми кризисами. По существу, государство может разорвать отрицательную обратную связь между реальной экономикой и финансовой ситуацией в стране, выступая в роли «расходоателя последней инстанции». Но это предполагает, что такой государственный стимул может быть реализован в короткие сроки. Более того, как показано в данной главе, соображения экономической приемлемости бремени долга налагают ограничения на возможности экспансионистской налогово-бюджетной политики, а в странах, вошедших в фазу спада с неблагоприятным сальдо бюджета и крупным государственным долгом, может оказаться невозможно поддерживать спрос в течение продолжительного периода времени. В случае серьезных и длительных спадов, в которых значимым риском является дефляция, меры налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики должны тесно координироваться для сдерживания понижательного давления со стороны спро-

са. Более того, учитывая глобальную синхронизацию текущего спада, бюджетные стимулы должны использоваться в широком круге стран, в которых это допускает состояние государственных финансов, с тем чтобы оказать максимальное краткосрочное воздействие на глобальную экономическую активность, как указывается в главе 1.

Восстановление здоровья финансового сектора является неотъемлемым компонентом любого комплекса мер политики⁴⁷. Опыт предыдущих финансовых кризисов — особенно связанных с сокращением использования заемных средств в экономике, как это было в 1990-х годах в Японии — ярко свидетельствует о том, что потребуются проведение согласованных и комплексных мер по восстановлению нормального состояния балансов финансовых организаций и устранению неопределенности в отношении финансирования, прежде чем появится возможность возобновления подъема. Но даже в этом случае подъем, скорее всего, будет медленным и относительно слабым.

Приложение 3.1. Источники данных и методология

Основными авторами данного приложения являются Пракаш Каннан и Аласдэйр Скотт.

В данном приложении подробно описываются использованные данные, и дается краткий обзор методологических подходов, использованных для выявления «крупных потрясений» и дискреционных мер налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики. В приложении также приводятся результаты проверки использованных показателей, измеряющих меры налогово-бюджетной политики, на устойчивость.

Источники данных

Основным источником данных для данной главы является работа Claessens, Kose, and Terrones (2008), ниже обозначенная «СКТ».

Переменная	Источник
Объем производства	СКТ, Haver Analytics
Реальное частное потребление	СКТ, Haver Analytics

⁴⁷ Анализ нетрадиционных вариантов денежно-кредитной политики, налогово-бюджетной политики, синергетических эффектов с политикой в финансовом секторе и уроков из опыта Японии см., например, в работе Decressin and Laxton (2009).

Реальное государственное потребление	СКТ, Haver Analytics
Реальные частные инвестиции в капитал	СКТ
Реальные частные инвестиции в жилье	СКТ, Haver Analytics
Реальный экспорт	СКТ
Реальный чистый экспорт	Аналитическая база данных Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР)
Дефлятор ВВП	Аналитическая база данных ОЭСР
Индекс потребительских цен (ИПЦ)	СКТ, база данных издания «Международная финансовая статистика» (МФС)
Цены на нефть	База данных МВФ по ценам на сырьевые биржевые товары
Реальные цены на жилье	СКТ, Банк международных расчетов (БМР), ОЭСР
Курсы акций	СКТ, база данных МФС
Кредит	СКТ, база данных МФС
Номинальная процентная ставка	СКТ, база данных МФС, Thomson Datastream
Уровень безработицы	СКТ, Haver Analytics
Коэффициент участия населения в рабочей силе	Аналитическая база данных ОЭСР
Номинальная заработная плата	База данных МФС, аналитическая база данных ОЭСР
Отношение цен на дома к стоимости аренды	ОЭСР
Норма сбережений населения	Аналитическая база данных ОЭСР
Чистое кредитование населения	Аналитическая база данных ОЭСР
Государственный долг	Международный Валютный Фонд

Примечание. Номинальные цены на жилье получены из Банка международных расчетов; курсы акций, кредит и процентные ставки дефлятированы с использованием индексов потребительских цен.

Методология, использованная для разбивки спадов и подъемов на категории

С помощью статистических правил для выявления нефинансовых потрясений выделяются крупные изменения в макроэкономических переменных. Это делается следующим образом.

- Нефтяные шоки. Индикатор динамики цены на нефть отражает — на заданную дату и по каждой стране — максимальное изменение в номинальных внутренних ценах на нефть в предыдущие 12 кварталов⁴⁸. Нефтяные шоки определяются как случаи, в которых этот индикатор превышает свое среднее значение плюс 1,75 стандартного отклонения этого индекса.
- Шоки внешнего спроса. Индикатор внешнего спроса строится как процентные отклонения взвешенного по торговле ВВП от своего тренда по каждой стране⁴⁹. Шоки внешнего спроса определяются как случаи, когда этот индикатор опускается ниже своего среднего значения минус 1,75 стандартного отклонения этого индикатора.
- Шоки налогово-бюджетной политики. В качестве индикатора дискреционной налогово-бюджетной политики строится показатель циклически скорректированного первичного сальдо бюджета⁵⁰. Сокращением для бюджетной

⁴⁸Это одна из версий фильтра для выявления нефтяных шоков в США, предложенного в работе Hamilton (2003). Внутренняя цена определяется как среднемировая спотовая цена в долларах США, умноженная на номинальный курс валюты рассматриваемой страны. Кроме того, исследовались также результаты с использованием погодных изменений в реальных и номинальных ценах на нефть в национальной валюте и результаты, полученные путем выявления шоков в области предложения нефти на базе векторной авторегрессии (см. Kilian, 2006).

⁴⁹Тренд оценивается с использованием фильтра Ходрика – Прескотта (Х-П), в котором λ устанавливается равной 1600. Двумя ключевыми предпосылками являются следующие: во-первых, что ВВП является адекватной представительной величиной для внутреннего спроса и, во-вторых, веса по торговле относятся только к другим странам с развитой экономикой. Некоторые страны имеют значительные торговые связи со странами, не относящимися к странам с развитой экономикой, которые столкнулись с резким падением спроса (напр., экспорт Новой Зеландии в страны Восточной Азии в период 1997–1998 годов). Полученные результаты были проверены на устойчивость при использовании в качестве индикаторов условий торговли и мирового ВВП.

⁵⁰Такой подход соответствует стандартной методологии МВФ (см. Heller, Haas, and Mansur, 1986). Для оценки потенциала используется фильтр Х-П(1600). Для построения показателей дискреционных изменений в направленности налогово-бюджетной политики и фильтрации пассивных изменений вследствие заранее установленных целевых показателей и автоматических стабилизаторов используются готовящиеся ОЭСР оценки эластичности государственных поступлений и расходов по доходам. Для расчетов используется целый ряд

Таблица 3.5. Результаты распределения спадов по категориям

	Количество	Проценты
Эпизоды с позитивными общими «допиковыми» очками (итог по всем индикаторам; по крайней мере, один индикатор > 0 в допиковом периоде)	56	46
Эпизоды с очками больше нуля (по индикаторам)		
Нефть	23	19
Внешний спрос	6	5
Налогово-бюджетная политика	8	7
Денежно-кредитная политика	15	12
Финансовый кризис	15	12

	Количество спадов с позитивными допиковыми очками по стране и индикатору					
	Количество спадов	Нефть	Внешний спрос	Налогово-бюджетная политика	Денежно-кредитная политика	Финансовый кризис
Австралия	6	0	1	0	1	1
Австрия	6	1	1	0	1	0
Бельгия	7	1	0	1	2	0
Канада	3	1	0	0	1	0
Дания	7	1	0	1	1	1
Финляндия	5	0	0	2	0	1
Франция	4	2	0	1	0	1
Германия	8	2	0	0	2	1
Греция	8	2	0	2	1	1
Ирландия	3	0	0	0	0	0
Италия	9	1	0	0	0	1
Япония	3	0	0	0	0	2
Нидерланды	5	2	1	0	2	0
Новая Зеландия	12	1	1	0	1	1
Норвегия	3	1	0	0	1	1
Португалия	4	1	1	1	1	0
Испания	4	1	0	0	0	1
Швеция	3	1	1	0	0	1
Швейцария	9	1	0	0	0	0
Соед. Королевство	5	2	0	0	0	2
США	6	2	0	0	1	0

сферы считается ситуация, когда годовое изменение циклически скорректированного первичного сальдо бюджета больше своей средней величины плюс 1,75 стандартного отклонения циклически скорректированного первичного сальдо бюджета⁵¹.

- Шоки денежно-кредитной политики. В качестве индикатора дискреционной денежно-кредит-

важных допущений, в частности, что фильтр Х-П надлежащим образом оценивает потенциальный объем производства, что показатели эластичности государственных поступлений и расходов по доходам являются неизменными, что доли государственных поступлений (используемые для построения совокупной эластичности государственных поступлений по доходам) являются неизменными и что дефлятор ВВП (используемый для дефлирования номинальных государственных расходов) является надлежащей представительной величиной для истинного дефлятора государственных расходов.

⁵¹ Положительное значение соответствует ужесточению налогово-бюджетной политики, поскольку первичное бюджетное сальдо определяется как разность налоговых поступлений и расходов.

ной политики используются остаточные величины в оценках по правилу Тейлора. Сокращением для денежно-кредитной политики считается ситуация, когда остаточная величина превышает 1,75 стандартного отклонения. Были также исследованы спреды по срокам (разница в доходности между 3-месячными государственными долговыми бумагами и 10-летними государственными облигациями), и в этом случае сокращением считаются ситуации, когда спред превышает 1,75 стандартного отклонения вверх относительно тренда.

Следующим шагом является установление ассоциативных связей спадов с этими потрясениями. Потрясению в течение четырех кварталов, предшествовавших пиковому значению ВВП, присваивается один пункт за верное указание на предстоящий спад. Это дает результаты, представленные в таблице 3.5. И наконец, в таблице 3.6 представлены некоторые свидетельства ассоциативной связи между финансовыми кризисами и дерегулированием ипотечных рынков.

Таблица 3.6. Финансовые кризисы и дерегулирование на ипотечном рынке

Страна	Год	Показатель
Австралия	1986	Отмена верхнего лимита на процентные ставки по ипотекам
Дания	1982	Либерализация условий ипотечных контрактов; дерегулирование процентных ставок
Финляндия	1986–1987	Дерегулирование процентных ставок; отмена руководящих принципов по ипотечному кредитованию
Франция	1987	Отмена кредитных ограничений
Германия	1967	Дерегулирование процентных ставок
Италия	1983–1987	Дерегулирование процентных ставок; отмена верхнего лимита на ипотечные кредиты
Япония	1993–1994	Снижение требований к специализации банков; дерегулирование процентных ставок
Новая Зеландия	1984	Отмена руководящих принципов распределения кредитов; дерегулирование процентных ставок
Норвегия	1984–1985	Отмена кредитных ограничений; дерегулирование процентных ставок
Швеция	1985	Отмена кредитных ограничений; дерегулирование процентных ставок
Соединенное Королевство	1980–1986	Отмена кредитных ограничений; разрешение банкам конкурировать со строительными обществами за жилищное финансирование; строительным обществам разрешено расширить кредитную деятельность; отмена руководящих принципов по ипотечному кредитованию

Источник: Debele (2004).

Методология, использованная для количественной оценки мер налогового-бюджетной и денежно-кредитной политики

Для количественного измерения налогово-бюджетной политики используется два показателя: циклически скорректированное государственное потребление и циклически скорректированные первичные сальдо бюджета. В тех случаях, когда обсуждается или представлен только один показатель, это — циклически скорректированное государственное потребление. Во всех случаях изменения в политике измеряются как изменения в соответствующей переменной между точкой пика в цикле и его нижней точкой.

Циклически скорректированное первичное сальдо бюджета рассчитывается с использованием составляемых ОЭСР эластичностей различных компонентов налогов и расходов. Однако по государственному потреблению таких показателей эластичности в готовом виде нет, поэтому требуется проведение их оценки. Эластичность государственного потребления по отношению к циклу деловой активности рассчитывается следующим образом:

$$\ln gc_t = \beta_0 + \beta_1 \times gap_t + \beta_2 \times trend + e_t,$$

где gc_t — государственное потребление на момент t , gap_t является показателем разрыва между фактическим и потенциальным объемом производства на момент t , «потенциальный объем производства» измеряется с помощью фильтра Ходрика — Прескотта (Х-П), а $trend$ — тренд во времени. При эмпирической оценке приведенного выше уравнения в качестве инструментальной переменной используется

значение разрыва между фактическим и потенциальным объемом производства, взятое с лагом. Тогда циклически скорректированное государственное потребление ($cagc_t$) можно рассчитать как

$$cagc_t = gc_t (1 - \beta_1 \times gap_t).$$

Для измерения денежно-кредитной политики используется два показателя: номинальная и реальная процентные ставки. Обе эти переменные измеряются как отклонения от «правила политики». Когда используется только одна переменная, это — реальная ставка. Ответные меры политики в ходе спада измеряются как сумма импульса относительно правила политики для каждого квартала в периоде спада. Производится эмпирическая оценка правила политики в следующей форме:

$$i_t = \beta_2 + \beta_3 \times dummy_{85} + \beta_4 \times \pi_t + \beta_5 \times gap_t + v_t,$$

где i_t — номинальная процентная ставка, $dummy_{85}$ — условная переменная для периодов после 1985 года (чтобы учесть сдвиг в равновесной реальной ставке), π_t — уровень инфляции, а gap_t — показатель разрыва между фактическим и потенциальным объемом производства (где «потенциальный ВВП» измеряется с помощью фильтра Х-П). Используемый в анализе показатель денежно-кредитной политики:

$$i^{MP} = i - \hat{i},$$

где \hat{i} — подобранное значение в регрессии.

Реальные ставки определяются просто как $i_t - \pi_t$, а способ количественного определения денежно-кредитной политики не отличается от описанного выше.

Таблица 3.7. Влияние мер политики на активность подъемов с использованием альтернативного показателя налогово-бюджетной политики

Зависимая переменная	Кумулятивный рост за четыре квартала с начала подъема				Кумулятивный рост за три квартала с начала подъема			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Продолжительность спада	-0,027 (0,110)	-0,209 (0,194)	-0,179 (0,217)	0,090 (0,123)	-0,076 (0,092)	-0,040 (0,145)	0,015 (0,174)	0,009 (0,107)
Амплитуда спада	0,203** (0,083)	0,439*** (0,080)	0,421*** (0,096)	0,154* (0,086)	0,217* (0,085)	0,283*** (0,093)	0,254** (0,103)	0,176** (0,077)
Государственное потребление ¹	0,289*** (0,088)	0,203 (0,157)	0,177 (0,178)	0,269** (0,098)	0,261*** (0,042)	0,489*** (0,129)	0,414*** (0,117)	0,229*** (0,050)
Государственный долг ²		-2,066** (0,829)	-2,047** (0,851)			-0,801 (0,672)	-0,807 (0,694)	
Государственное потребление × долг		-0,224 (0,285)	-0,200 (0,302)			-0,714*** (0,180)	-0,638*** (0,175)	
Реальная ставка ³			-0,009 (0,026)	-0,026* (0,013)			-0,022 (0,018)	-0,022* (0,012)
Фиксированные эффекты	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да
N	112	75	75	109	117	80	80	114
R ²	0,12	0,33	0,33	0,14	0,14	0,40	0,42	0,15

Примечание. Устойчивые стандартные ошибки, сгруппированные по странам, приведены в скобках. Обозначения ***, ** и * означают статистическую значимость на 1-, 5- и 10-процентном уровне, соответственно.

¹«Государственное потребление» означает изменение в государственном потреблении в течение предшествующего спада.

²«Государственный долг» означает отношение государственного долга к ВВП на начало спада.

³«Реальная ставка» означает кумулятивные отклонения реальных процентных ставок от правила Тейлора в течение спада.

Проверка на устойчивость с использованием государственного потребления как представительной величины для налогово-бюджетной политики

Кроме использования представленных в данной главе двух показателей, измеряющих налогово-бюджетную политику, тот же набор регрессий был также просчитан с использованием изменений в реальном государственном потреблении в течение предыдущего спада, без внесения каких-либо циклических поправок. В таблице 3.7 приведены результаты регрессий, полученные с использованием альтернативного показателя налогово-бюджетной политики. В то время как большинство основных результатов, представленных в данной главе, остаются справедливыми, член взаимодействия с государственным долгом является статистически значимым только на двух- и трехквартальном горизонте в фазе подъема. Одной из возможных причин этого может быть несовершенство исходных данных.

Литература

Bernanke, Ben S., 1983, “Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depres-

sion,” *American Economic Review*, Vol. 73 (June), pp. 257–76.

—, and Mark Gertler, 1989, “Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations,” *American Economic Review*, Vol. 79 (March), pp. 14–31.

—, 1993, “The World on a Cross of Gold,” *Journal of Monetary Economics*, Vol. 31, pp. 251–67.

—, 1995, “Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission,” *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9 (Autumn), pp. 27–48.

—, 1995, “The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach,” *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 27 (February), pp. 1–28.

Blanchard, Olivier, and Roberto Perotti, 2002, “An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Changes in Government Spending and Taxes on Output,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 107 (November), pp. 1329–68.

Blanchard, Olivier, and John Simon, 2001, “The Long and Large Decline in U.S. Output Volatility,” *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 32, No. 1, pp. 135–74.

Bordo, Michael D., 2008, “An Historical Perspective on the Crisis of 2007–2008,” NBER Working Paper No. 14569 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

- Braun, Matias, and Borja Larrain, 2005, "Finance and the Business Cycle: International, Inter-Industry Evidence," *Journal of Finance*, Vol. 60, No. 3, pp. 1097–1128.
- Brunnermeier, Markus, 2009, "Deciphering the 2007–2008 Liquidity and Credit Crunch," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 23, No. 1, pp. 77–100.
- Burns, Arthur F., and Wesley C. Mitchell, 1946, *Measuring Business Cycles* (New York: National Bureau of Economic Research).
- Calomiris, Charles W., 1993, "Financial Factors in the Great Depression," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 7, No. 2, pp. 61–85.
- Chauvet, Marcelle, and James D. Hamilton, 2005, "Dating Business Cycle Turning Points," NBER Working Paper No. 11422 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Claessens, Stijn, M. Ayhan Kose, and Marco Terrones, 2008, "What Happens During Recessions, Crunches, and Busts?" IMF Working Paper 08/274 (Washington: International Monetary Fund).
- Debelle, Guy, 2004, "Macroeconomic Implications of Rising Household Debt," BIS Working Paper No. 153 (Basel: Bank for International Settlements).
- Decressin, Jörg, and Douglas Laxton, 2009, "Gauging Risks for Deflation," IMF Staff Position Note 09/01 (Washington: International Monetary Fund).
- Dell'Ariccia, Giovanni, Enrica Detragiache, and Raghuram Rajan, 2008, "The Real Effect of Banking Crises," *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 17 (January), pp. 89–112.
- Diebold, Francis, and Glenn Rudebusch, 1990, "A Nonparametric Investigation of Duration Dependence in the American Business Cycle," *Journal of Political Economy*, Vol. 98, pp. 596–616.
- , and Daniel Sichel, 1993, "Further Evidence on Business Cycle Duration Dependence," in *Business Cycles, Indicators and Forecasting*, ed. by James H. Stock and Mark W. Watson (Chicago: University of Chicago Press).
- Eggertsson, Gauti B., 2008, "Was the New Deal Contractionary?" (unpublished; New York: Federal Reserve Bank of New York). Available at www.ny.frb.org/research/economists/eggertsson.
- Eichengreen, Barry, 1992, *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919–1939* (New York: Oxford University Press).
- , 2008, "And Now the Great Depression" (September 28). Available at www.voxEU.org.
- , and Kris Mitchener, 2003, "The Great Depression as a Credit Boom Gone Wrong," BIS Working Paper No. 137 (Basel: Bank for International Settlements).
- Estrella, Arturo, and Frederic S. Mishkin, 1996, "The Yield Curve as a Predictor of U.S. Recessions," *Current Issues in Economics and Finance*, Vol. 2, No. 7, pp. 1–6.
- Fisher, Irving, 1933, "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions," *Econometrica*, Vol. 1, No. 4, pp. 337–57.
- Friedman, Milton, and Anna J. Schwartz, 1963, *A Monetary History of the United States, 1867–1960* (Princeton, New Jersey: Princeton University Press for the National Bureau of Economic Research).
- Gavin, Michael, and Roberto Perotti, 1997, "Fiscal Policy in Latin America," *NBER Macroeconomics Annual*, Vol. 12, pp. 11–72.
- Gorton, Gary, 2008, "The Panic of 2007," NBER Working Paper No. 14358 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Greenlaw, David, Jan Hatzius, Anil Kashyap, and Hyun Song Shin, 2008, "Leveraged Losses: Lessons from the Mortgage Market Meltdown," proceedings of the 2008 Monetary Policy Forum, Feb. 29, New York.
- Hamilton, James D., 2003, "What Is an Oil Shock?" *Journal of Econometrics*, Vol. 113 (April) pp. 363–98.
- Harding, Don, and Adrian Pagan, 2002, "Dissecting the Cycle: A Methodological Investigation," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 49, No. 2, pp. 365–81.
- Heller, Peter S., Richard D. Haas, and Ahsan S. Mansur, 1986, *A Review of the Fiscal Impulse Measure*, IMF Occasional Paper No. 44 (Washington: International Monetary Fund).
- Hoshi, Takeo, and Anil K. Kashyap, 2008, "Will the U.S. Bank Recapitalization Succeed? Lessons from Japan," NBER Working Paper No. 14401 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- International Monetary Fund (IMF), 2008, *Global Financial Stability Report: Financial Stress and Deleveraging—Macro-Financial Implications and Policy* (Washington, October).
- Jackson, James, 2008, "The U.S. Financial Crisis: Lessons from Sweden," *CRS Report for Congress* (Washington: Congressional Research Service).
- Kaminsky, Graciela L., and Carmen M. Reinhart, 1999, "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems," *American Economic Review*, Vol. 89, No. 4, pp. 473–500.
- Kilian, Lutz, 2006, "Not All Oil Price Shocks Are Alike: Disentangling Demand and Supply Shocks in the Crude Oil Market," CEPR Discussion Paper No. 5994 (London: Centre for Economic Policy Research).
- Kindleberger, Charles, 1978, *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises* (Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons).
- , 1993, *A Financial History of Western Europe* (New York: Oxford University Press).

- Laeven, Luc, and Fabian Valencia, 2008, "Systemic Banking Crises: A New Database," IMF Working Paper 08/224 (Washington: International Monetary Fund).
- Lane, Phillip, 2003, "The Cyclical Behaviour of Fiscal Policy: Evidence from the OECD," *Journal of Public Economics*, Vol. 87 (December), pp. 2661–75.
- Leamer, Edward, 2008, "What's a Recession, Anyway?" NBER Working Paper No. 14221 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- McConnell, Margaret, and Gabriel Perez-Quiros, 2000, "Output Fluctuations in the United States: What Has Changed Since the Early 1980s?" *American Economic Review*, Vol. 90, No. 5, pp. 1464–76.
- Mendoza, Enrique, and Marco E. Terrones, 2008, "An Anatomy of Credit Booms: Evidence from Macro Aggregates and Micro Data," NBER Working Paper No. 14049, (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Mitchell, Brian R., 2003, *International Historical Statistics: Europe, 1750–2000*, fifth edition (New York: Palgrave Macmillan).
- , 2007, *International Historical Statistics: The Americas, 1750–2005* (New York: Palgrave Macmillan).
- Peersman, Gert, and Frank Smets, 2001, "Are the Effects of Monetary Policy Greater in Recessions than in Booms?" ECB Working Paper No. 52 (Frankfurt: European Central Bank).
- Perotti, Roberto, 1999, "Fiscal Policy in Good Times and Bad," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 114 (November), pp. 1399–1436.
- Rajan, Raghuram, and Luigi Zingales, 1998, "Financial Dependence and Growth," *American Economic Review*, Vol. 88 (June), pp. 559–86.
- Ramey, Valerie A., 2008, "Identifying Government Spending Shocks: It's All in the Timing" (unpublished).
- Reinhart, Carmen, and Kenneth Rogoff, 2008a, "Is the 2007 U.S. Sub-Prime Crisis So Different? An International Historical Comparison," NBER Working Paper No. 13761 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- , 2008b, "Banking Crises: An Equal Opportunity Menace," NBER Working Paper No. 14587 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- , 2009, "The Aftermath of Financial Crises," NBER Working Paper No. 14656 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Romer, Christina D., 1990, "The Great Crash and the Onset of the Great Depression," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 105, No. 3, pp. 597–624.
- , 1993, "The Nation in Depression," *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 7, pp. 19–39.
- , 1999, "Changes in Business Cycles: Evidence and Explanations," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 13, No. 2, pp. 23–44.
- , 2009, "Lessons from the Great Depression for Economic Recovery in 2009," presented at the Brookings Institution, Washington, D.C. (March 9). Available at www.brookings.edu/~media/Files/events/2009/0309_lessons/0309_lessons_romer.pdf.
- , and David Romer, 1989, "Does Monetary Policy Matter? A New Test in the Spirit of Friedman and Schwartz," in *NBER Macroeconomics Annual*, Vol. 4, ed. by Olivier Jean Blanchard and Stanley Fischer (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- , 1994, "What Ends Recessions?" in *NBER Macroeconomics Annual 1994*, ed. by Stanley Fischer and Julio Rotemberg (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).
- , 2007, "The Macroeconomic Effects of Tax Changes: Estimates Based on a New Measure of Fiscal Shocks," NBER Working Paper No. 13264 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Sichel, Daniel, 1994, "Inventories and the Three Phases of the Business Cycle," *Journal of Business and Economic Statistics*, Vol. 12 (July), pp. 269–77.
- Spilimbergo, Antonio, Steve Symansky, Olivier Blanchard, and Carlo Cottarelli, 2008, "Fiscal Policy for the Crisis," IMF Staff Position Note 08/01 (Washington: International Monetary Fund).
- Tagkalakis, Athanasios, 2008, "The Effects of Fiscal Policy on Consumption in Recessions and Expansions," *Journal of Public Economics*, Vol. 92 (June), pp. 1486–1508.
- Temin, Peter, 1989, *Lessons from the Great Depression* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).
- , 1993, "Transmission of the Great Depression," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 7, pp. 87–102.
- , and Barrie A. Wigmore, 1990, "The End of One Big Deflation," *Explorations in Economic History*, Vol. 27, No. 4, pp. 483–502.
- White, Eugene N., 1990, "The Stock Market Boom and Crash of 1929 Revisited," *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 4, pp. 67–83.
- Wynne, Mark A., and Nathan S. Balke, 1993, "Recessions and Recoveries," *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Dallas (First Quarter).

На фоне крупнейшего финансового кризиса со времен Великой депрессии в настоящей главе анализируется, как финансовый стресс в странах с развитой экономикой передается в страны с формирующимся рынком. Кризисы в странах с развитой экономикой оказывают сильное общее влияние на банковский сектор, фондовые и валютные рынки стран с формирующимся рынком. Имеют место также значительные специфические страновые эффекты, которые, как представляется, усиливаются интенсивностью финансовых связей. В более спокойные времена уменьшение факторов уязвимости отдельных стран, в частности, дефицитов счета текущих операций и бюджетных дефицитов, может снизить уровень финансового стресса в странах с формирующимся рынком, однако подобные улучшения практически не создают никакой защиты от передачи воздействия крупного финансового потрясения из стран с развитой экономикой. Учитывая текущие банковские кризисы в странах с развитой экономикой, сокращение потоков банковских средств в страны с формирующимся рынком может быть значительным и долговременным. Крупные негативные вторичные эффекты и последствия этого как для стран с развитой экономикой, так и для стран с формирующимся рынком служат аргументом в пользу проведения скоординированных ответных мер политики.

Финансовые потрясения, возникшие на рынке непервоклассных ипотек США в 2007 году, превратилось в полномасштабный глобальный финансовый кризис. Более того, чрезвычайная интенсификация кризиса со времени краха Lehman Brothers в сентябре 2008 года пробудила призрак новой Великой депрессии.

После начального периода стойкого сопротивления потрясения достигли стран с формирующимся рынком. В последнем квартале 2008 года многие страны с формирующимся рынком испытали сильный стресс на своих валютных и фондовых рынках, а также на рынках суверенных обязатель-

Примечание. Основными авторами настоящей главы являются Стефан Даннингер, Рави Балакришнан, Селим Элекдаг и Ирина Тайтелл. Консультантом авторов был Мензи Чинн, а Стефани Денис и Мурад Омоев оказали помощь в проведении исследовательской работы.

ство (рис. 4.1). Обменные курсы оказались под давлением во всех регионах, что привело к одновременному обесценению валют и истощению иностранных резервов. Обеспокоенность сокращением притока капитала и устойчивостью внешнеэкономического положения привела к расширению суверенных спредов, особенно в странах с формирующимся рынком Европы и Латинской Америки. Более того, ухудшение экономических перспектив нанесло сильный удар по фондовым рынкам.

Значительное изъятие средств из фондов долговых и фондовых инструментов стран с формирующимся рынком указывает на то, что примерно в период третьего квартала 2008 года инвесторы с развитых рынков начали сворачивать свои операции в странах с формирующимся рынком (рис. 4.2, верхняя часть). Более широким, поступающим с высокой периодичностью показателем потоков частного капитала являются данные по выпуску облигаций, инструментов участия в капитале и выдаче ссуд, и эти данные подтверждают заметное сокращение потоков финансирования в третьем и четвертом кварталах 2008 года (средняя часть). Особенно это сказалось на заемщиках из стран Европы и Азии с формирующимся рынком. В то же время сократилось банковское кредитование: к концу сентября обязательства уменьшились на 10–20 процентов ВВП стран-заемщиков по сравнению с их пиковым уровнем в конце 2007 года (нижняя часть)¹.

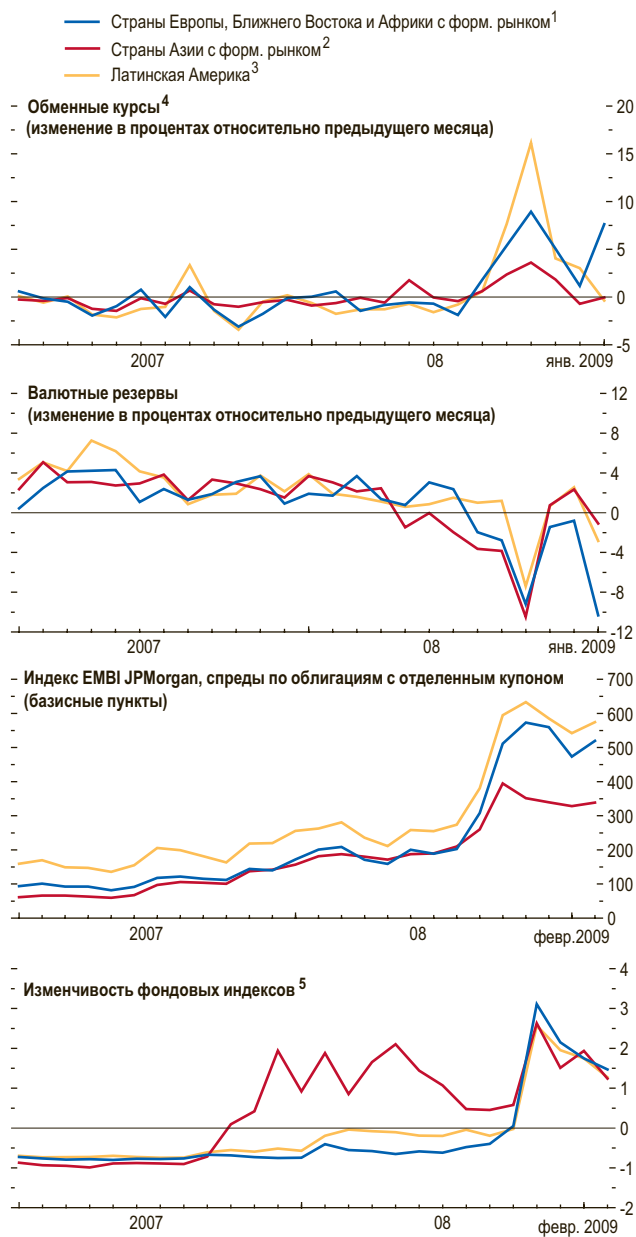
Резкие спады в притоке капитала («неожиданное прекращение») обычно имеют роковые последствия для деловой активности в странах с формирующимся рынком. И действительно, промышленное производство в течение последних нескольких месяцев 2008 года уже очень заметно упало. Самое резкое его снижение (на 17,6 процента в годовом выражении) было отмечено в странах Европы с формирующимся рынком в декабре, став отражением ослабления спроса на импорт со стороны стран с развитой экономикой в результате сокращения кредита. В ходе других аналогичных крупномасштабных кризисов в странах с формирующимся рынком — особенно долгового кризиса в Латинской Америке и кризиса в Азии

¹Это сокращение частично объясняется укреплением валют по отношению к доллару США в первом полугодии 2008 года.

Рисунок 4.1. Показатели финансового стресса в странах с формирующимся рынком

(Средневзвешенные, с весами по паритету покупательной способности)

Существенное негативное воздействие финансового кризиса на страны с формирующимся рынком наблюдалось со второй половины 2008 года. Его последствиями стали падение курсов валют, сокращение резервов, резкий рост спредов по суверенным облигациям и возросшая изменчивость фондового рынка.



Источники: Datastream; «Международная финансовая статистика» МВФ и расчеты персонала МВФ.

¹Страны Европы, Ближнего Востока и Африки с формирующимся рынком: Венгрия, Египет, Израиль, Марокко, Польша, Россия, Румыния, Словацкая Республика, Словения, Турция, Чешская Республика и ЮАР.

²Страны Азии с формирующимся рынком: Индия, Индонезия, Китай, Корея, Малайзия, Пакистан, Таиланд, Филиппины и Шри-Ланка.

³Латинская Америка: Аргентина, Бразилия, Колумбия, Мексика, Перу и Чили.

⁴Обменный курс — номинальный двусторонний курс обмена национальной валюты на валюту-якорь.

⁵Изменчивость месячного прироста цен на фондовом рынке с вычтенным средним, рассчитанная с использованием модели GARCH (1,1).

1997–1998 годов — приток частного капитала практически прекращался на продолжительное время, а объем производства восстанавливался до докризисного уровня весьма медленно (рис. 4.3). Хотя основным толчком для двух названных кризисов не был широкомасштабный финансовый стресс в странах с развитой экономикой, как более подробно рассматривается ниже, оба эти кризиса совмещались по времени с серьезной напряженностью в банковском секторе США и Японии.

Учитывая потенциально крупные последствия финансового стресса для реальной экономики и имея в виду текущий кризис, в настоящей главе оценивается, как финансовый стресс передается от стран с развитой экономикой на страны с формирующимся рынком. Здесь рассматриваются следующие вопросы.

- Насколько высоким является текущий уровень финансового стресса в странах с развитой экономикой и странах с формирующимся рынком по сравнению с прошлыми эпизодами?
- Насколько тесной является связь между стрессом в странах с развитой экономикой и стрессом в странах с формирующимся рынком и как финансовые связи сказываются на передаче стресса от одних стран к другим? В частности, какое влияние стресс в банковском секторе стран с развитой экономикой оказывает на страны с формирующимся рынком?
- Что делает страны с формирующимся рынком более подверженными стрессу и могут ли они защитить себя от передачи стресса, когда страны с развитой экономикой переживают крупный финансовый кризис?

Для ответа на эти вопросы в данной главе анализируются эпизоды финансового стресса за период с начала 1980-х годов в 18 странах с формирующимся рынком. Для этого используется индекс финансового стресса, основанный на индексе, построенном для стран с развитой экономикой в октябрьском выпуске «Перспектив развития мировой экономики» 2008 года, и с его помощью изучается, как стресс передается от стран с развитой экономикой странам с формирующимся рынком. В данной главе проводится разграничение общих эффектов и специфических страновых эффектов, где последние определяются конкретными связями и индивидуальными факторами уязвимости, такими как дефициты счета текущих операций и бюджетные дефициты².

²В этой главе непосредственно не рассматривается влияние стресса в странах с развитой экономикой на финансирование торговли.

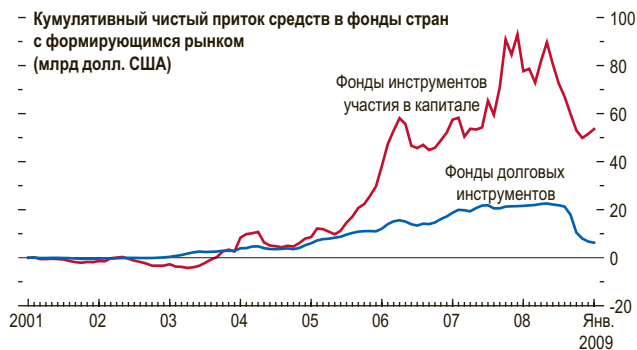
Основные выводы настоящей главы заключаются в следующем.

- Текущий кризис в странах с развитой экономикой является значительно более острым, чем любой другой в период с 1980 года, и он сказывается на всех сегментах финансовой системы во всех основных регионах. В случае стран с формирующимся рынком текущий уровень финансового стресса уже достиг пика, отмеченного во время кризиса в Азии 1997–1998 годов.
- Существует тесная связь между финансовым стрессом в странах с развитой экономикой и в, как правило, происходят в обеих группах стран в одно и то же время. Поэтому значительное общее влияние текущего кризиса на все регионы стран с формирующимся рынком не является неожиданностью.
- Степень передачи воздействия на страны с формирующимся рынком выше при более тесных финансовых связях со странами с развитой экономикой. Представляется, что в текущем кризисе особенно значимую роль играли связи в области банковского кредитования.
- Текущий уровень стресса в странах с развитой экономикой и тот факт, что в его основании лежат системные банковские кризисы, указывает на то, что потоки капитала в страны с формирующимся рынком сильно сократятся, а их восстановление будет медленным, особенно в случае банковских потоков.
- В спокойные периоды в странах с развитой экономикой страны с формирующимся рынком получают некоторую защиту от финансового стресса за счет меньших дефицитов счета текущих операций и бюджетных дефицитов и более высоких иностранных резервов. Однако в периоды широко распространенного финансового стресса в странах с развитой экономикой они не могут предотвратить передачи его воздействия, хотя и имеют возможность ограничить последствия финансового стресса для реальной экономики (например, резервы могут использоваться для амортизации последствий спада в притоке капитала). Более того, когда финансовый стресс в странах с развитой экономикой снижается, меньшие размеры дефицита счета текущих операций и бюджетного дефицита могут облегчать восстановление финансовой стабильности и приток иностранного капитала.

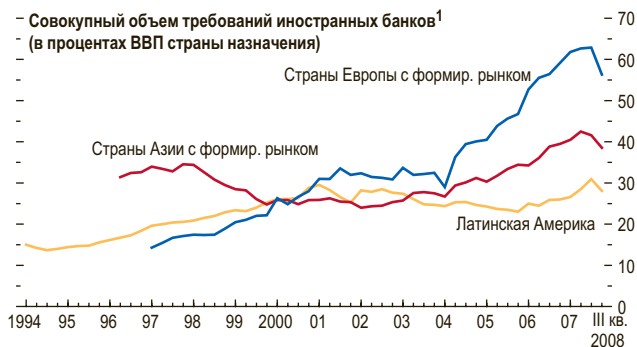
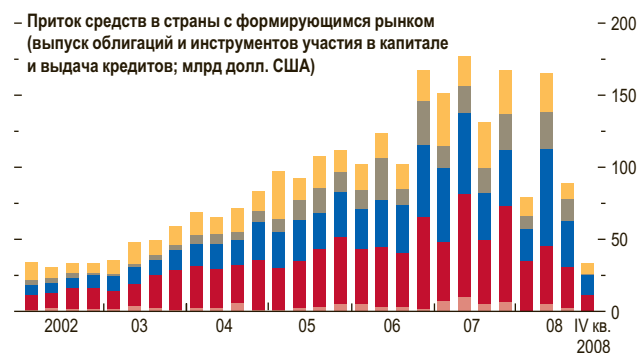
Хотя в данной главе напрямую не исследуется действенность различных мер политики, направленных на смягчение влияния финансового стресса на реальную экономику, очевидно, что в текущей

Рисунок 4.2. Приток капитала в страны с формирующимся рынком

Показатели, поступающие с высокой периодичностью, свидетельствуют об истощении притока капитала в страны с формирующимся рынком, что проявляется в уменьшении объемов выпуска долговых, фондовых и кредитных инструментов. Примерно в это же время наблюдалось сокращение объема банковского кредитования из стран с развитой экономикой, однако в показателях еще не отражена динамика второго квартала 2008 года.



■ Страны Европы с формирующимся рынком ■ Страны Азии с формирующимся рынком
 ■ Латинская Америка ■ Ближний Восток
 ■ Страны Африки к югу от Сахары

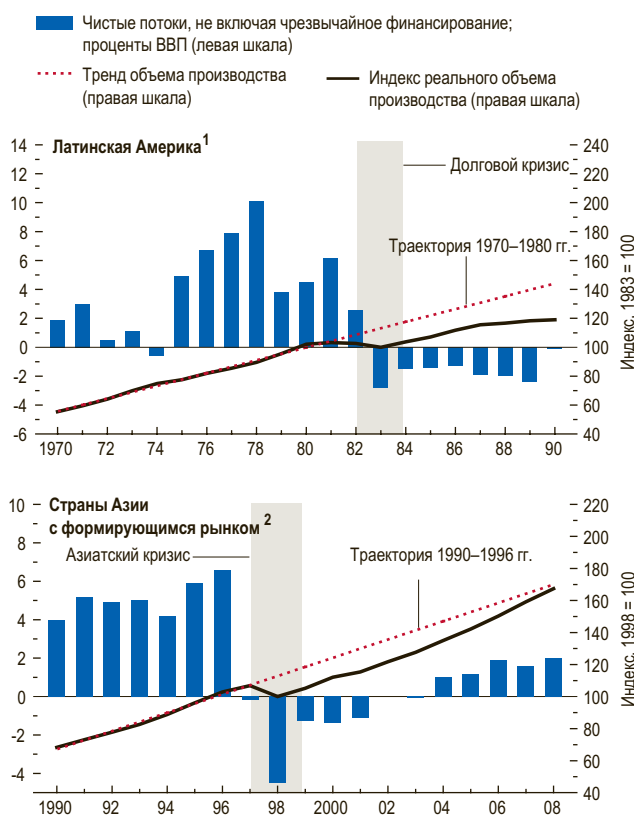


Источник: Bloomberg Financial Markets; EmergingPortfolio.com; Банк международных расчетов; расчеты персонала МВФ.

¹ Латинская Америка включает Аргентину, Бразилию, Венесуэлу, Колумбию, Мексику, Перу и Чили. К странам Европы с формирующимся рынком относятся Болгария, Венгрия, Латвия, Литва, Польша, Россия, Румыния, Словацкая Республика, Словения, Турция, Чешская Республика и Эстония. К странам Азии с формирующимся рынком относятся Индия, Индонезия, Китай, Корея, Малайзия, Сингапур, Таиланд, Тайвань (провинция Китая) и Филиппины.

Рисунок 4.3. Внезапное прекращение и активность
(Средневзвешенные показатели, с весами по паритету покупательной способности)

В прошлом за широкомасштабными финансовыми стрессами в странах с развитой экономикой следовало сокращение притока капитала (часто резкое, в форме внезапного прекращения) и снижение темпов роста. Впоследствии на восстановление притока капитала требовалось значительное время.



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

¹ Включает Аргентину, Боливию, Бразилию, Венесуэлу, Доминиканскую Республику, Колумбию, Мексику, Парагвай, Перу, Сальвадор, Уругвай, Чили, Эквадор и Ямайку.

² Включают Вьетнам, Индонезию, Корею, Малайзию, Пакистан, Таиланд, Филиппины и Шри-Ланку.

ситуации меры политики должны быть сосредоточены на предотвращении дальнейшего нарастания стресса в странах с формирующимся рынком. Это позволит не только ограничить последствия для реальной экономики в этих странах, но также ослабит второй раунд глобального сокращения доли заемных средств после ущерба, нанесенного балансам кредиторов на развитых рынках.

В свете межстрановых вторичных эффектов существуют веские аргументы в пользу координации мер политики. Странам с развитой экономикой необходимо продолжать усилия по стабилизации своих финансовых систем не только для собственной выгоды, но и для того, чтобы способствовать снижению стресса в странах с формирующимся рынком. Более того, увеличение доступа официальных органов к внешнему финансированию поможет странам с формирующимся рынком избежать дальнейших резких спадов или валютных кризисов. Примерами таких мер являются открытые Федеральными резервными банками США и Европейским центральным банком линии свопов для различных стран с формирующимся рынком. Подобные инициативы могут быть расширены и станут дополнением к финансовой поддержке со стороны международных финансовых организаций, включая МВФ.

С точки зрения более долгосрочной перспективы финансовая интеграция является неотъемлемым элементом процветания мировой экономики. Поскольку растущие финансовые связи увеличивают передачу стрессов от страны к стране, необходимо усилить многостороннее страхование от внешних финансовых шоков, особенно для стран с качественной системой управления, которые открыли свою экономику для остального мира.

Остальная часть данной главы построена таким образом. В следующем разделе рассматриваются показатели финансового стресса для стран с развитой экономикой и их последние тенденции. Затем характеризуется адаптация этого показателя для построения показателя финансового стресса для стран с формирующимся рынком, и излагаются значимые тенденции в этом индексе в различных регионах. В последующем разделе исследуется, как связаны между собой два названные индекса и почему можно ожидать, что между ними существует связь. Затем представлен комплексный анализ процесса передачи стресса между странами, для чего проводится эконометрический анализ факторов, обуславливающих финансовый стресс в странах с формирующимся рынком (уделяя основное внимание динамике ситуации в последнее десятилетие), и исследуется влияние прошлых системных

банковских кризисов в странах с развитой экономикой на страны с формирующимся рынком. В заключительном разделе рассматривается, чего можно ожидать от текущего кризиса и какие меры могут быть предприняты для уменьшения его воздействия на страны с формирующимся рынком.

Измерение финансового стресса

Первым шагом в оценке влияния текущего финансового кризиса на страны с формирующимся рынком является количественное определение интенсивности и масштабов финансового стресса как в странах с развитой экономикой, так и в странах с формирующимся рынком.

Насколько высоким является стресс в странах с развитой экономикой?

Для стран с развитой экономикой в октябрьском выпуске «Перспектив развития мировой экономики» 2008 года был введен месячный, основанный на рынке, индекс финансового стресса (ИФС-РС). Этот индекс рассчитан для 17 стран и охватывает приблизительно 80 процентов ВВП стран с развитой экономикой за все годы с 1981 года³. Он включает семь субиндексов, относящихся к банковским секторам, рынкам ценных бумаг и изменчивости обменных курсов⁴.

Расчет индекса с новыми данными до февраля 2009 года показывает беспрецедентную широту и интенсивность текущего кризиса. За период с первого квартала 2008 года почти все страны с развитой экономикой испытали ничем не облегченный и чрезвычайно сильный стресс (рис. 4.4, верхняя часть)⁵.

³«Перспективы развития мировой экономики», октябрь 2008 года, глава 4 «Финансовый стресс и экономические спады».

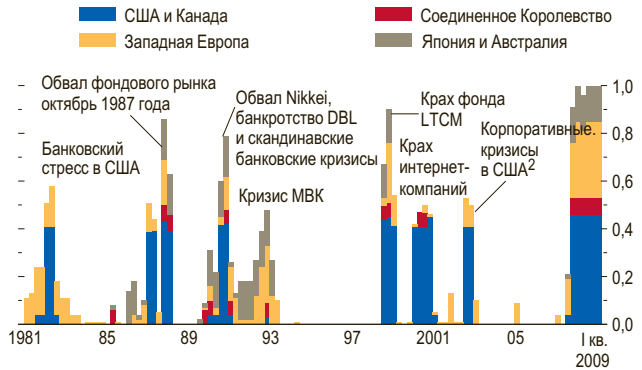
⁴ИФС-РС для каждой страны с развитой экономикой представляет собой средневзвешенное следующих показателей: трех переменных, связанных с банками (волатильность курсов акций банковского сектора, спред между межбанковскими ставками и доходностью по казначейским векселям и угол наклона кривой доходности); три переменные, связанные с рынком ценных бумаг (спреды по корпоративным облигациям, прирост фондового рынка и изменчивость прироста фондового рынка); и волатильность валютных курсов. Более подробно см. в работе Cardarelli, Elekdag, and Lall (готовится к печати).

⁵В верхней части рисунка приведены только случаи высокого стресса, которые определяются как периоды финансового стресса, в которых показатель уровня стресса превышает уровень тренда, рассчитанного с помощью фильтра Ходрика-Прескотта, более чем на одно стандартное отклонение.

Рисунок 4.4. Финансовый стресс в странах с развитой экономикой

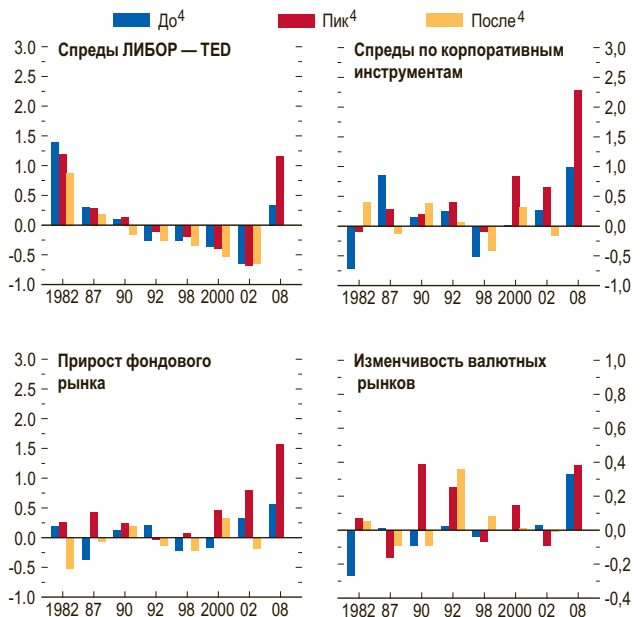
В настоящее время финансовый стресс в странах с развитой экономикой характеризуется более широким охватом стран и секторов финансовой системы, чем в предыдущих эпизодах.

Доля стран с развитой экономикой в состоянии высокого стресса¹ (сумма, взвешенная по ВВП)



Интенсивность стресса в ходе эпизодов широкомасштабного финансового стресса³

(Отклонение от медианного значения, в стандартных отклонениях; сумма, взвешенная по ВВП)



Источник: расчеты персонала МВФ

Примечания. DBL — инвестиционный банк «Drexel Burnham Lambert»; MBK — европейский механизм валютных курсов; ЛИБОР — лондонская межбанковская ставка предложения; LTCM — фонд «Long-Term Capital Management».

¹Высокий стресс определяется как стресс, при котором уровень индекса стресса на одно стандартное отклонение превышает тренд.

²WorldCom, Enron и Arthur Andersen.

³Широкомасштабный финансовый стресс определяется как периоды, в течение которых страны с развитой экономикой, на которые приходится 50 процентов общего ВВП этой группы стран, находятся под воздействием значительного финансового стресса. Всего выделяется семь периодов с пиками стресса в 1982, 1987, 1990, 1992, 1998, 2000, 2002 и 2008 годах. Подробное описание приводится в таблице 4.1.

⁴Нерепересекающиеся средние величины за три квартала до, во время и после пика стресса. В эпизоде 2008 года предполагается, что пик стресса пришелся на четвертый квартал.

Таблица 4.1. Широкомасштабные финансовые стрессы в странах с развитой экономикой¹

1982	Стрессы в банковском секторе США		Ряд крупных банков США подвергся стрессу в результате суверенных дефолтов в Латинской Америке. В 1970-х годах крупнейшие банки США увеличивали свои позиции по отношению к Латинской Америке за счет предоставления синдицированных займов суверенным заемщикам. К концу 1978 года размер таких займов более чем в два раза превышал капитал и резервы основных банков. Повышение процентных ставок в странах с развитой экономикой, глобальный экономический спад и сопровождающее его падение цен на биржевые товары нанесло ощутимый удар по странам с формирующимся рынком и, в свою очередь, по банкам США. Мексика объявила мораторий на обслуживание своего долга. За исключением Колумбии, Коста-Рики и Чили дефолт допустили все страны Латинской Америки. Примерно в то же время начался кризис ссудно-сберегательных ассоциаций в США, хотя, по большей части, этот кризис не был связан с долговым кризисом Латинской Америки.
	Канада	США	
	Бельгия	Италия	
	Франция	Нидерланды	
	Германия		
1987	Обвал фондового рынка в США		Обвал фондового рынка США в октябре 1987 года был самым значительным падением индексов фондового рынка за один день. Индекс Dow Jones Industrial Average рухнул на 23 процента. Последствия такого падения ощутили на себе фондовые рынки практически всех стран с развитой экономикой. Бразилия объявила мораторий на обслуживание своего долга. Примерно в то же время было подписано Луврское соглашение, в преддверии которого доллар США упал до рекордно низкого уровня (50-процентное снижение по сравнению с пиковым уровнем 1985 года).
	Канада	США	
	Бельгия	Испания	
	Германия	Швеция	
	Нидерланды	Швейцария	
	Норвегия	Соединенное Королевство	
	Австралия	Япония	
1990	Обвал Nikkei		В США произошел обвал рынка спекулятивных облигаций, резко упал индекс Nikkei Токийской фондовой биржи, снизившись на 50 процентов. При этом у данного финансового стресса были и другие источники. Объем по-прежнему выделяемой экстренной финансовой помощи ссудно-сберегательным учреждениям США достиг 150 млрд долл. США. Пятый по величине инвестиционный банк в США на тот момент, Drexel Burnham Lambert, подал заявление о банкротстве. Системный банковский кризис затронул Аргентину, Бразилию, Венгрию и Румынию.
	Канада	США	
	Австрия	Нидерланды	
	Бельгия	Швейцария	
	Германия	United Kingdom	
	Австралия	Япония	
1992	Кризис европейского механизма валютных курсов (МВК) и скандинавские банковские кризисы		Произошел крах МВК, и обрушились вздутые цены на активы в Японии. Более того, фондовые рынки и рынки биржевых товаров лихорадило в связи с началом первой войны в Персидском заливе. Примерно в то же время скандинавские банковские кризисы охватили Норвегию, Швецию и Финляндию. В Индии возник системный банковский кризис (1993 г.), а Аргентина, Египет, Иордания, Парагвай, Польша, Филиппины и ЮАР имели договоренности о реструктуризации своей задолженности.
	Канада		
	Австрия	Норвегия	
	Дания	Испания	
	Финляндия	Швеция	
	Германия		
	Италия		
	Япония		
1998	Крах Long-Term Capital Management (LTCM)		Крах базировавшегося в США хеджевого фонда LTCM потряс фондовые рынки. Хотя этому предшествовал дефолт в России, LTCM уже до того испытывал финансовые затруднения. В мае и июне 1998 года убытки LTCM составили 6,4 процента и 10,1 процента, в результате чего капитал фонда уменьшился на 461 млн долл. США. Требования о внесении дополнительных гарантийных депозитов и хеджевые фонды с высоким левериджем подтолкнули к распродаже рискованных активов, в том числе инструментов стран с формирующимся рынком. Финансовый стресс существенно усилился в Мексике; Бразилия пострадала от валютного кризиса, кульминацией которого стало 70-процентное обесценение реала с января 1999 года..
	Канада		
	Австрия	Норвегия	
	Дания	Испания	
	Франция	Швейцария	
	Германия	Соединенное Королевство	
	Нидерланды		
	Япония		
2000	Крах интернет-компаний		В августе 2000 года начинается существенное падение индекса фондового рынка США Standard & Poor's, движущей силой которого является сектор высоких технологий. В Эквадоре и России производится реструктуризация задолженности; Турцию охватывает системный банковский кризис.
	Канада	США	
	Финляндия	Соединенное Королевство	
	Нидерланды		
2002	Дефолт WorldCom, Enron и Arthur Andersen		Скандалы вызвали панику на мировых финансовых рынках. Потрясения начались с падения компании Arthur Andersen (на тот момент входившей в «Большую пятерку» международных аудиторских фирм), которая 15 июня 2002 года была признана виновной в препятствовании правосудию в связи со скандалом вокруг Enron. 21 июля 2002 года WorldCom подала заявление о банкротстве, что стало крупнейшим в истории США банкротством на тот момент. В Аргентине начался один из тяжелейших кризисов среди стран с формирующимся рынком, в результате чего страна отказалась от существовавшего 10 лет механизма валютного управления.
	Канада	США	
	Бельгия	Нидерланды	
	Германия		

Источник: персонал МВФ.

¹Широкомасштабный финансовый стресс определяется как периоды, в течение которых страны с развитой экономикой, на которые приходится 50 процентов общего ВВП этой группы стран, находятся под воздействием значительного финансового стресса, то есть когда индекс стресса превышает свой уровень тренда на одно стандартное отклонение.

Некоторые исторические сравнения позволяют увидеть текущую ситуацию в перспективе. В семи предыдущих эпизодах высокий стресс охватывал по крайней мере 50 процентов стран с развитой экономикой, взятых с весами по ВВП (таблица 4.1). Все эти эпизоды, кроме одного (кризис Механизма валютных курсов, МВК), включали США. Несколько случаев крупного стресса было связано с острыми расстройствами в банковском секторе (например, долговой кризис в Латинской Америке начала 1980- годов и банковские кризисы 1990-х годов в Японии и Скандинавии). С учетом их потенциальной значимости для понимания текущего кризиса эти эпизоды являются объектом целевого исследования ниже в данной главе. Более недавние случаи стресса в странах с развитой экономикой обычно были в большей степени связаны с рынками ценных бумаг (например, кризисы фондового рынка в 1998, 2000 и 2002 годах)⁶. Представляется зловещим то обстоятельство, что текущий кризис сказывается на всех сегментах финансового рынка во всех основных регионах и уже показал необычную стойкость.

Анализ компонентов ИФС-РС подчеркивает повсеместный характер текущего кризиса. В нижних четырех частях рис. 4.4 сравниваются выборочные индикаторы до, в течение и после пика в различных эпизодах стресса. В 2008 году банковский стресс, измеряемый отклонением спреда TED от своего тренда, достиг уровней, которые ранее отмечались только на пике стресса в банковском секторе США в 1982 году. Однако в названном году рынки ценных бумаг находились в более упорядоченном состоянии, тогда как теперь они страдают от серьезной дезорганизации. В последнее время корпоративные спреды были на беспрецедентных уровнях, что свидетельствует о тесной связи банков и рынков ценных бумаг. Обвал на фондовых рынках оказался более сильным, чем во время краха 2000 года, связанного с лопнувшим пузырем интернет-компаний, и корпоративного кризиса 2002 года (захватившего компании WorldCom, Enron и Arthur Andersen). И наконец, возросшие дисбалансы и неопределенность на международных рынках капитала привели к росту изменчивости на валютном рынке до уровней, отмечавшихся в ходе обвала индекса Nikkei/рынка спекулятивных облигаций 1990 года и кризиса МВК 1992 года.

⁶Учитывая лучший охват данных по более недавним случаям стресса, ниже проводится эконометрическое исследование их последствий в передаче стресса странам с формирующейся экономикой.

Измерение финансового стресса в странах с формирующимся рынком

Существует обширная литература, в которой делались попытки выявить факты и определяющие факторы валютных, банковских и долговых кризисов в странах с формирующимся рынком. Академические исследования в основном опираются на исторические описания хорошо известных системных банковских кризисов, когда отмечалось размытие капитальной базы, нарушения кредитной деятельности и требовалось государственное вмешательство (исчерпывающий обзор см. в работе Laeven and Valencia, 2008)⁷. Однако случаи финансового стресса, связанного, главным образом, с рынками ценных бумаг, были исследованы менее детально, особенно эпизоды, в которых были затронуты многие страны с формирующимся рынком.

Эти предыдущие исследования содержат богатую базу данных по эпизодам финансового стресса в странах с формирующимся рынком, однако эти данные в меньшей степени подходят для целей настоящей главы по двум причинам. Во-первых, в эконометрической работе часто используются бинарные переменные, принимающие значения *ноль* или *единица*, что означает «нет кризиса» или «есть кризис». Такие переменные не могут служить мерой интенсивности стресса и не принимают во внимание неоднозначные, потенциально опасные ситуации⁸. Во-вторых, даже наиболее полные базы данных сосредоточены на банковских, валютных и долговых кризисах и практически не уделяют внимания стрессу на рынках ценных бумаг. Когда банковские секторы и рынки ценных бумаг оказываются более переплетенными, важно одновременно анализировать всю финансовую систему целиком.

⁷Для выявления валютного кризиса описательные характеристики событий могут дополняться, в частности, данными по валютным резервам, колебаниям обменного курса и изменчивости процентных ставок (см., например, Eichengreen, Rose, and Wyplosz, 1996). Долговые кризисы суверенных заемщиков являются достаточно очевидными событиями, поскольку дефолт и даты реоформления долга объявляются официально (Reinhart and Rogoff, 2008). Страны часто переживают сочетание двух событий — «двойной кризис» (Kaminsky and Reinhart, 1999), — что может быть связано с негативным влиянием извне (Kannan and Köhler-Geib, готовится к публикации).

⁸Некоторые эпизоды не перерастают в полномасштабный кризис или не имеют значимых макроэкономических последствий. Одним из таких примеров была массовая распродажа активов стран с формирующимся рынком в июне 2006 года. Хотя макроэкономические последствия этого события были незначительными, оно привело к повышению изменчивости цен на активы в странах с крупным дефицитом счета текущих операций.

В дополнение к индикаторам, используемым в литературе, в данной главе эпизоды финансового стресса в странах с формирующимся рынком выявляются с использованием составной переменной — «индекса финансового стресса для стран с формирующимся рынком» (ИФС-ФР). Это первый показатель такого рода, представляющий сравнимые данные с высокой периодичностью по стрессу в странах с формирующимся рынком. Он опирается на методологию, использованную для построения индекса финансового стресса для стран с развитой экономикой (ИФС-РС). Одним важным усовершенствованием, введенным в ИФС-ФР, является включение показателя давления валютного рынка, которое является более характерным источником стресса в странах с формирующимся рынком, чем в странах с развитой экономикой^{9,10}.

Построение индекса стресса для стран с формирующимся рынком

Ситуации финансового стресса имеют два общих элемента: они возникают неожиданно и обычно они захватывают целый ряд секторов финансовой системы страны. Общий уровень стресса, испытываемого страной, зависит от экономической значимости пораженного стрессом финансового сектора. Этот факт имеет двойную значимость для построения индекса стресса: во-первых, показатель должен охватывать развитие ситуации в широкой группе финансовых рынков и, во-вторых, при агрегировании субиндексов должна учитываться относительная значимость различных финансовых секторов.

Основываясь на этих принципах, ИФС-ФР для каждой страны включает следующие пять индикаторов:

- индекс давления на валютном рынке (ИДВР), который увеличивается со снижением курса на-

⁹Истощение резервов может свидетельствовать о давлении на валютном рынке, хотя обменный курс представляется стабильным. В работе Calvo and Reinhart (2002) показано, что многие страны с формирующейся экономикой, официально имеющие режимы гибкого обменного курса, часто допускают только минимальные колебания обменного курса — гипотеза «боязни плавающего курса».

¹⁰Одной оговоркой в отношении интерпретации компонента давления на валютном рынке является то, что влияние стресса в данном компоненте зависит от степени долларизации и несоответствий валют активов и пассивов во внутренних государственных и частных балансах. В частности, в странах с относительно крупными обязательствами в иностранной валюте на балансах может иметь место более сильное влияние данного снижения обменного курса на реальную экономику вследствие балансовых эффектов.

циональной валюты или уменьшением международных резервов¹¹;

- суверенные спреды стран с формирующимся рынком, где растущие спреды указывают на повышение риска дефолта;
- «бета банковского сектора», основанная на стандартной модели расчета цен на капитальные активы (САРМ) и рассчитываемая за 12-месячные скользящие периоды. Бета выше единицы — означающая, что курсы банковских акций меняются непропорционально сильно по сравнению с общим фондовым рынком, — свидетельствует о том, что банковский сектор является относительно рискованным и имеет более высокую вероятность банковского кризиса;
- прирост цен фондовом рынке, нормированный таким образом, что снижение фондовых цен соответствует повышению стресса на рынке;
- изменчивость прироста фондового рынка с течением времени, где более высокая изменчивость свидетельствует о повышении неопределенности.

Одним из отличий ИФС-ФР от индекса стресса для стран с развитой экономикой является отсутствие субиндекса, отражающего спреды по корпоративным облигациям. Хотя этот сегмент рынка капитала в странах с формирующимся рынком в последние несколько лет активно развивался, он по-прежнему остается небольшим в большинстве стран с формирующимся рынком. Что более важно, нет сопоставимых данных по достаточно широкому кругу стран с формирующимся рынком¹².

Агрегирование субиндексов для получения ИФС-ФР основано на равнодисперсионных весах. При таком методе каждый компонент рассчитывается как отклонение от своего среднего, и ему присваивается вес, равный величине, обратной его дисперсии. Такой подход дает всем субиндексам стресса равные веса, что позволяет с легкостью производить разложение на компоненты стресса и, кроме того, является наиболее распространенным методом присвоения весов в исследовательской литературе¹³.

¹¹Аналогичные показатели см. в работах Ramakrishnan and Zaldendo (2006) и Batini and Laxton (2005).

¹²В этом индексе не учитываются изменения процентных ставок, поскольку они могут происходить в результате мер политики, не связанных с финансовым стрессом.

¹³Хотя экономические веса, такие как размеры каждого сектора финансового рынка, были бы предпочтительнее, сопоставимые между странами данные по таким весам отсутствуют. Однако равнодисперсионные веса дают столь же хорошие результаты в выявлении эпизодов стресса, как и веса, основанные на фундаментальных экономических показателях (Illing and Liu, 2006). Более того, тесты на устойчивость указывают на то, что равнодисперсионные веса очень

Используя описанные выше компоненты, строится ИФС-ФР с применением месячных данных по 18 странам с формирующимся рынком за период с 1997 по 2008 год¹⁴. Помимо отражения наиболее значимых эпизодов финансового стресса, пережитых странами с формирующимся рынком, ИФС-ФР также дает хорошие результаты по сравнению с предыдущими академическими исследованиями¹⁵. В описательном анализе, приведенном ниже в данной главе, рассматриваются широко известные эпизоды финансового стресса в период до 1997 года.

Характеристики финансового стресса в странах с формирующимся рынком

В целом с помощью этого нового индекса можно выявить четыре эпизода системного финансового стресса (рис. 4.5, верхняя часть)¹⁶. Первый всплеск ИФС-ФР указывает на интенсификацию кризиса в Азии в течение последнего квартала 1997 года — острый, но преимущественно региональный эпизод. Второй приходился на время ближе к концу 1998 года и ощущался более сильно среди стран с формирующимся рынком. Этот эпизод отражал стресс вследствие дефолта России по ее обязательствам, держателями которых были иностранные инвесторы, и крах Long-Term Capital Management (LTCM), а его кульминацией стал валютный кризис в Бразилии. Пик третьего повышения ИФС-ФР приходится приблизительно на время краха интернет-компаний в 2000 году. Четвертое повышение ИФС-ФР в большей степени различалось по регионам, и наибольший его скачок отмечался в Латинской Америке во время дефолта Аргентины в 2002 году¹⁷.

Новый индекс также хорошо отражает недавние всплески стресса. Признаки кризиса сначала появились в Азии и быстро начали множиться во всех других регионах. В последнем квартале 2008 года во всех регионах отмечался исключительно высокий уровень стресса, точно в то же время, ког-

сходны с весами, получаемыми в результате анализа субиндексов стресса по основным компонентам.

¹⁴ИФС-ФР строился для стран, по которым имелись данные обо всех субкомпонентах. Перечень стран см. в приложении 4.1.

¹⁵Субкомпоненты ИФС-ФР отражают кризисы, выявленные в уже существующих исследованиях. Согласно этим исследованиям, эпизод высокого финансового стресса определяется как ситуация, когда величина данного индекса для страны превышает свое среднее значение на 1,5 стандартного отклонения. Более подробно см. в приложении 4.1.

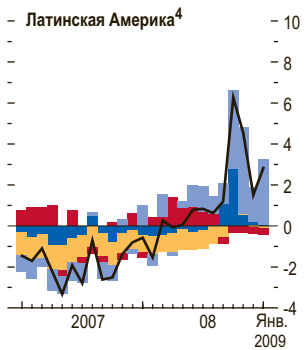
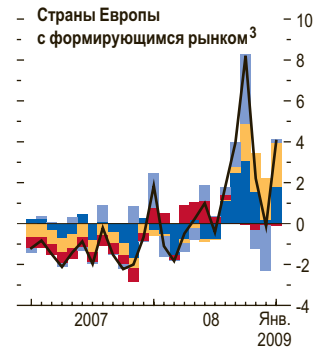
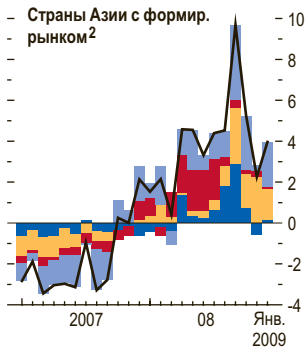
¹⁶Для облегчения сравнений каждый региональный ИФС-ФР был нормализован.

¹⁷Точно так же представляется, что Латинская Америка заметно реагировала на сброс активов стран с формирующимся рынком, отмечавшийся приблизительно в июне 2006 года.

Рисунок 4.5. Индексы финансового стресса в странах с формирующимся рынком

(Средневзвешенные, с весами по паритету покупательной способности)

В настоящее время финансовый стресс достиг рекордно высоких уровней. В третьем квартале 2008 года стресс увеличился во всех регионах, напряженность наблюдалась во всех частях финансового сектора.



Источник: расчеты персонала МВФ.
¹Включая прирост и изменчивость цен фондового рынка.
²Страны Азии с формирующимся рынком: Индия, Индонезия, Китай, Корея, Малайзия, Пакистан, Таиланд, Филиппины и Шри-Ланка.
³Страны Европы с формирующимся рынком: Венгрия, Польша, Румыния, Словения, Словацкая Республика и Чешская Республика.
⁴Латинская Америка: Аргентина, Бразилия, Колумбия, Мексика, Перу и Чили.
⁵Другие страны с формирующимся рынком: Египет, Израиль, Марокко, Россия, Турция и ЮАР.

Рисунок 4.6. Финансовый стресс в странах с формирующимся рынком и в странах с развитой экономикой

(Уровень индекса, взвешенный по ВВП)

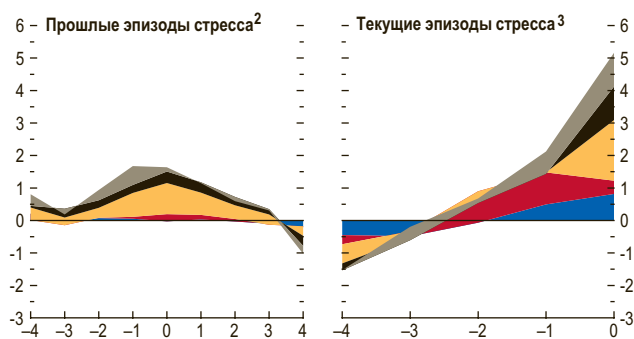
Существует очевидная связь между стрессом в странах с развитой экономикой и в странах с формирующимся рынком — пики и спады практически совпадают. Усиление стресса в странах с формирующимся рынком в настоящее время больше, чем в прошлом, и охватывает все сегменты финансового сектора.

Сравнение уровней финансового стресса



Стресс в странах с формирующимся рынком в периоды широкомасштабных стрессов в странах с развитой экономикой¹
(Данные сгруппированы и центрированы вокруг пиков финансовых стрессов в странах с развитой экономикой; кварталы)

- Спреды по суверенным бумагам (индекс EMBI JPMorgan)
- Давление на валютные рынки
- Бета банковского сектора
- Доходность фондового рынка
- Изменчивость фондового рынка



Источник: расчеты персонала МВФ.

¹ См. рисунок 4.5; определения компонентов стресса приводятся в приложении 4.1.

² Пик в IV кв. 1998 года, IV кв. 2000 года и III кв. 2002 года. См. таблицу 4.1.

³ Исходя из предположки о том, что пик приходится на IV кв. 2008 года.

да подверглись стрессу и страны с развитой экономикой. Нижние части рис. 4.5 показывают региональное разложение стресса с использованием месячных данных. Синхронизированное повышение стресса в 2008 году является заметным и характеризуется пиками в октябре во всех регионах, хотя ситуации в пределах регионов были различными (например, некоторые страны Центральной Европы, такие как Польша и Чешская Республика, испытывали меньший стресс). Разложение всплеска стресса более глубоко рассматривается ниже.

Связи между странами с развитой экономикой и странами с формирующимся рынком

Сильное совпадение динамики стрессов между странами с формирующимся рынком указывает на то, что в них играют роль общие факторы. Одним из этих факторов может быть финансовый стресс в странах с развитой экономикой. Сначала кратко представим эмпирические свидетельства, указывающие на то, что стрессы в странах с развитой экономикой и странах с формирующимся рынком являются тесно связанными, а затем рассмотрим причины, по которым они могут быть связанными.

Проявляют ли стрессы совместную динамику?

В верхней части рисунка 4.6 сравниваются совокупные индексы финансового стресса для стран с развитой экономикой (ИФС-РС) и стран с формирующимся рынком (ИФС-ФР). Визуально прослеживается близкая связь, а локальные пики в двух индексах в целом совпадают по времени. Особо следует отметить, что ИФС-ФР в настоящий момент выше, чем когда-либо ранее, так же как и ИФС-РС. Более того, второй по высоте пик в ИФС-ФР отмечался в том же квартале, когда произошел крах LTCM, — событие, которое привело к значительному финансовому стрессу в странах с развитой экономикой¹⁸. Тесные связи также видны при рассмотрении спокойных периодов в странах с формирующимся рынком (когда ИФС-ФР ниже нуля), так как они, как правило, в значительной мере совпада-

¹⁸ Некоторые комментаторы утверждали, что российский дефолт в 1998 году привел к краху LTCM. Однако LTCM уже сообщил об убытках до дефолта России, что ослабляет утверждение, будто в названном случае стресса движущей силой были только страны с формирующимся рынком. Резкое расширение премий за риск после августовского дефолта стало последним ударом.

ют со спокойными периодами в странах с развитой экономикой (когда ИФС-РС ниже нуля).

В текущем кризисе имеет место очевидное «расцепление» и последующее «сцепление». ИФС-РС приобрел положительные значения во втором квартале 2007 года, а затем начал быстро расти. И наоборот, ИФС-ФР оставался в значительной мере отрицательным до первого квартала 2008 года. Он стал положительным только во втором квартале 2008 года, а затем взлетел вверх в третьем и, особенно, в четвертом квартале. Таким образом, в данном эпизоде на начальном этапе была лишь ограниченная реакция в странах с формирующимся рынком, но затем произошло резкое наверстывание.

Для дальнейшего исследования вопроса о том, чем текущий кризис отличается от предыдущих, на двух нижних частях рис. 4.6 ИФС-ФР раскладывается на компоненты. Нижняя левая часть показывает среднее значение каждого компонента, центрированное вокруг трех предыдущих кризисов после 1997 года; на правой нижней части показан текущий кризис. Заметны очевидные различия. Во-первых, финансовый стресс в странах с формирующимся рынком в текущем эпизоде значительно сильнее в соответствии с более сильным импульсом со стороны стран с развитой экономикой. Во-вторых, различна структура. В предыдущих кризисах основной движущей силой было увеличение премий за риск (индекс суверенных облигаций ЕМВ), усугублявшееся изменчивостью на фондовом рынке. Возможно, это вызывает некоторое удивление, но индекс давления на валютном рынке в трех предыдущих кризисах был едва заметным¹⁹.

В текущем кризисе стресс сначала стал заметен во втором квартале 2008 года в банковском секторе. Впоследствии повысилось давление на валютном рынке, и к последнему кварталу 2008 года потрясения также проявились в расширении суверенных спредов (ЕМВ) и повышении изменчивости фондового рынка. Итак, текущий кризис отличается от предыдущих эпизодов тем, что в него оказались вовлечены все компоненты — банковский, валютный, долговой и фондового рынка. Представляется, что в существующей в настоящее время напряженности особенно важную каталитическую роль сыграл банковский стресс (отражаемый бетой банковского сектора).

¹⁹ Причины относительно умеренной реакции в период, на который пришелся кризис в Азии, заключаются в том, что имели место взаимно компенсирующие эффекты между странами, переживавшими кризис, и другими странами, в которых отмечалось снижение стресса, такими как Индия и Китай.

Как передается воздействие стресса?

Какие факторы определяют взаимосвязь между финансовым стрессом в странах с развитой экономикой и странами с формирующимся рынком? В широком смысле существуют *общие* факторы, которые ведут к сходным последствиям во всех странах с формирующимся рынком, и *специфические страновые* факторы, которые обуславливают различия между отдельными странами с формирующимся рынком. На рис. 4.7 приведено схематическое представление этих эффектов.

Общие факторы

Наличие общих факторов очевидно из совместной динамики стресса в различных регионах с формирующимися рынками и между странами с формирующимся рынком и странами с развитой экономикой, что отмечалось выше. Общими факторами могут быть глобальные потрясения (например, глобальные сдвиги в рыночных настроениях или в степени неприятия риска), и они могут проявляться в форме стадного поведения на рынке, негативного влияния стран друг на друга и эффектов общего кредитора (то есть общее изъятие средств финансовыми организациями с крупными позициями)²⁰. Роль таких общих факторов, с большой вероятностью, связана с повышением финансовой интеграции большинства стран с формирующимся рынком в последние десятилетия, другими словами — с финансовой глобализацией.

В самом деле, совокупные внешние обязательства стран с формирующимся рынком на протяжении последних 30 лет возрастали быстрыми темпами (рис. 4.8)²¹. Этот рост в значительной мере связан с увеличением портфельных вложений в инструменты участия в капитале и прямых инвестиций. Хотя величина долговых обязательств с течением времени несколько сократилась, долг перед банками стран с развитой экономикой на консолидированной основе (при консолидации счетов иностранных филиалов со счетами головных компаний) в последние годы увеличился относительно ВВП, а его в составе увеличилась доля долга в национальной валюте относительно долга в иностранной валюте (средняя часть рисунка).

²⁰ См. Broner, Gelos, and Reinhart (2006), Calvo (2005) и Pons-Novell (2003).

²¹ Иностранные активы, и особенно официальные резервы, также возросли. Однако для оценки интеграции более адекватным показателем являются валовые, а не чистые позиции. Действительно, в литературе широко используемой мерой является сумма иностранных активов и обязательств (см., например, Kose et al., 2006; IMF, 2007).

Рисунок 4.7. Передача воздействия стресса. Схематичное представление эффектов



Источник: персонал МВФ.

Часть этого процесса объясняется быстрым увеличением иностранной собственности на банки, особенно в странах Европы с формирующимся рынком (Claessens et al., 2008; Goldberg, 2008).

Финансовая интеграция, однако, повышалась в разных регионах неравномерно (нижняя часть). В течение последних приблизительно двадцати лет примерно у 70 процентов стран увеличились валовые внешние позиции, но у некоторых отмечалось их снижение, в частности, в Африке²². В отдельных странах этот рост был очень значительным, особенно в странах Европы с формирующимся рынком, в которых увеличение валовых внешних позиций за период чуть более десяти лет составило более 50 процентов годового ВВП.

Специфические страновые факторы можно сгруппировать в две широкие категории: финансовые и экономические связи между странами с формирующимся рынком и странами с развитой экономикой; внутренние факторы уязвимости, обусловленные мерами политики или структурными характеристиками.

Специфические для конкретных стран связи

Как связи со странами с развитой экономикой способствуют передаче финансового стресса? Два канала передачи воздействия, подчеркиваемые в литературе, представлены торговыми и финансовыми связями²³.

Финансовый стресс может повышаться в ответ на фактический или только начинающийся *отток капитала*, который возникает по инициативе инвесторов из стран с развитой экономикой после финансового шока. Значимость этого канала передачи воздействия можно измерить отношением величины внешних обязательств перед странами с развитой экономикой к национальному ВВП. Кроме того, финансовый стресс может увеличиваться в результате убытков, понесенных по активам стран с формирующимся рынком, инвестированным в странах с развитой экономикой, переживающих кризис. Этот канал передачи воздействия может иметь боль-

²²Уменьшение внешних позиций часто было результатом облегчения бремени долга.

²³В работах Eichengreen and Rose (1999), Glick and Rose (1999) и Forbes (2001) подчеркиваются торговые связи. В исследованиях Kaminsky and Reinhart (2003); Caramazza, Ricci, and Salgado (2000); Fratzscher (2000); Van Rijckeghem and Weder (2001) особое внимание уделяется финансовым каналам, а также торговле. Обзор этой литературы содержится в работе Chui, Hall, and Taylor (2004). В недавно проведенном исследовании, Forbes and Chinn (2004), основная роль передачи воздействия финансовых потрясений отводится торговле, а банковское кредитование имеет меньшую, но растущую значимость.

шое значение для некоторых стран, особенно Ближнего Востока, а его количественной мерой может быть отношение активов, хранимых в странах с развитой экономикой, к национальному ВВП. В целом финансовые связи можно количественно оценить как сумму валовых иностранных активов и обязательств по отношению к странам с развитой экономикой относительно ВВП²⁴.

Финансовый стресс может также возникать через торговые связи в ответ на фактическое или начинающееся *снижение экспорта* в кризисные страны с развитой экономикой, отражая текущий или ожидаемый спад спроса. Значимость этой связи можно количественно измерить отношением экспорта в страны с развитой экономикой к национальному ВВП. По этому показателю торговые связи в последние 20 лет приобретали все большую значимость, и экспорт в страны с развитой экономикой увеличился с менее 10 процентов до почти 20 процентов ВВП стран с формирующимся рынком. Почти половина этого экспорта в настоящее время идет из стран Азии с формирующимся рынком, особенно Китая²⁵. Кроме того, передача кризисного влияния как через торговые, так и через финансовые связи может усугубляться эффектами второго порядка через вторичное влияние пораженных стран с формирующимся рынком обратно на страны с развитой экономикой и через вторичные эффекты воздействия внутри группы стран с формирующимся рынком²⁶.

²⁴ Вследствие ограниченности данных невозможно было включить иностранные активы во все показатели финансовых связей. В частности, в то время как данные по нерезервным иностранным портфельным активам стран с формирующейся экономикой имеются в наличии, данные по иностранным банковским активам этих стран, как правило, отсутствуют. Более подробно об этих данных см. в приложении 4.2.

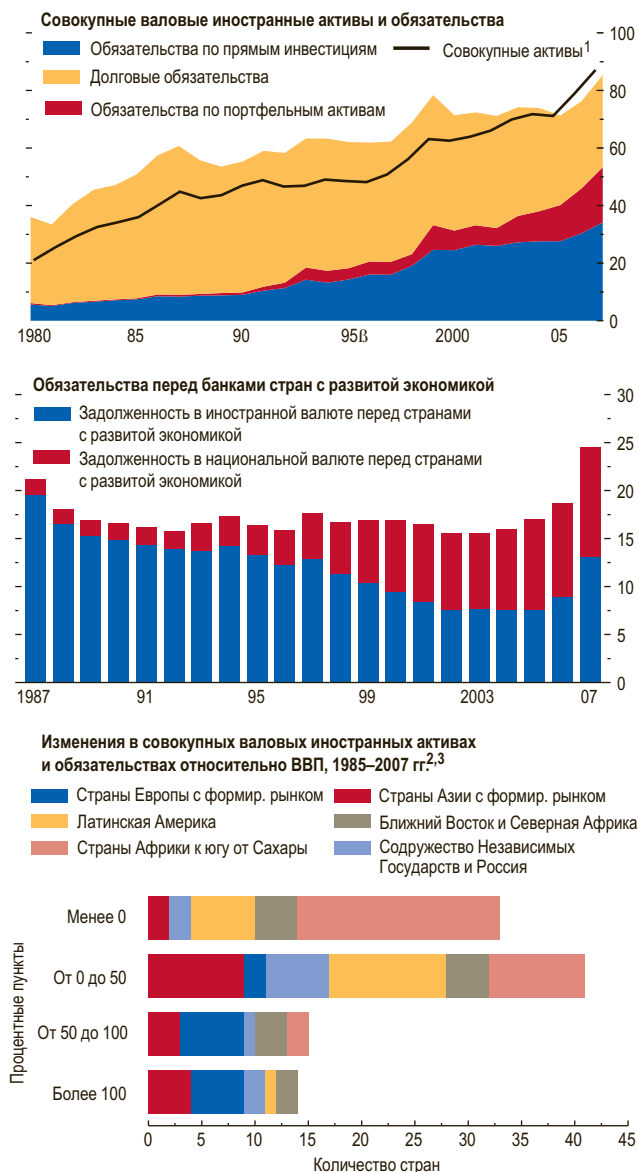
²⁵ Торговый и финансовый каналы передачи влияния кризиса могут также взаимодействовать между собой, поскольку доступность торгового кредита связана с объемом торговли. В самом деле, недавние сокращения международной торговли, по крайней мере частично, были результатом резкого свертывания торгового кредита.

²⁶ Убытки по внешним инвестициям могут дополнительно повысить напряженность в финансовых системах стран с развитой экономикой и вызвать дальнейшее изъятие средств из стран с формирующейся экономикой (в рамках эффекта общего кредитора, описываемого в литературе по передаче негативного влияния между странами). Таким же образом, падение внешнего спроса может усилить стресс в реальной экономике стран с развитой экономикой и оказать дополнительное подавляющее влияние на их собственный спрос, а через это и на экспорт стран с формирующейся экономикой (в целом аналогично эффекту мультипликатора, анализируемому в работе Abeysinghe and Forbes, 2005). В странах, которые не связаны напрямую со странами с развитой экономикой, — поскольку с течением времени большую значимость приобрели торговые связи между самими такими странами, — стресс может распространяться за счет падения спроса и снижения курсов валют.

Рисунок 4.8. Финансовая интеграция стран с формирующимся и развивающимся рынком

(Проценты ВВП стран с формирующимся рынком и развивающихся стран)

На протяжении последних 30 лет наблюдался стремительный рост внешних обязательств стран с формирующимся рынком, вызванный как прямыми, так и портфельными инвестициями. Банковское кредитование оставалось основным источником финансирования, но его структура смещалась от займов в иностранной валюте в сторону заимствований в национальной валюте. Особенно активный рост валовых внешних инвестиций отмечался в странах Европы с формирующимся рынком.



Источники: Банк международных расчетов; Lane and Milesi-Ferretti (2006); расчеты персонала МВФ.

¹ Включая валютные резервы.

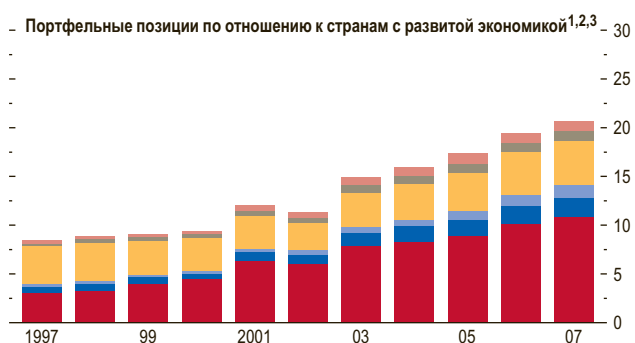
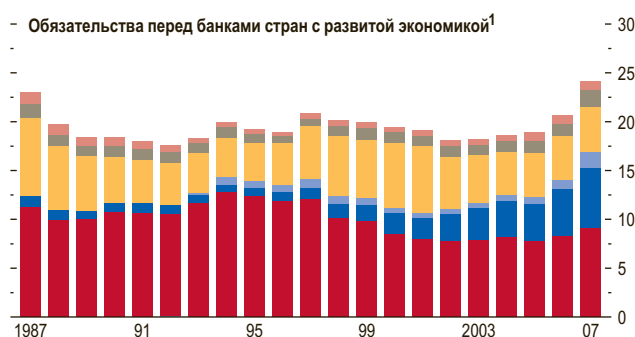
² Совокупные иностранные активы без учета валютных резервов

³ 1995–2007 гг. в случае стран Европы с формирующимся рынком, Содружества Независимых Государств и России.

Рисунок 4.9. Финансовые позиции стран с формирующимся рынком по отношению к странам с развитой экономикой
(Проценты ВВП стран с формирующимся рынком)

Открытые позиции по отношению к странам с развитой экономикой росли у стран Европы с формирующимся рынком за счет банковского кредитования, а у стран Азии с формирующимся рынком — за счет портфельных инвестиций.

■ Страны Европы с формирующимся рынком ■ Страны Африки к югу от Сахары
■ Ближний Восток и Северная Африка ■ Латинская Америка
■ Страны Азии с формирующимся рынком ■ Содружество Независимых Государств и Россия



Источники: Банк международных расчетов; Координированное обследование портфельных инвестиций МВФ; расчеты персонала МВФ.

¹Перечень стран с развитой экономикой см. в приложении 4.2.

²Включая обязательства и активы, кроме резервов.

³Данные за 1996, 1999 и 2000 годы получены на основе интерполяции.

На рис. 4.9 сравниваются размеры и структура финансовых связей между странами с формирующимся рынком²⁷. В верхней части показано, как в последние приблизительно 10 лет в странах Европы с формирующимся рынком быстро росли обязательства перед банками стран с развитой экономикой, а в странах Азии с формирующимся рынком они несколько снизились после кризиса 1997–1998 годов. Параллельно с этим заметным ростом характеризовались портфельные обязательства (и активы) стран Азии с формирующимся рынком²⁸. В результате страны Европы с формирующимся рынком могут сейчас быть более уязвимы по отношению к внешним банковским кризисам, тогда как страны Азии с формирующимся рынком могут быть в большей степени подвержены опасностям, связанным с внешними нарушениями в функционировании рынков ценных бумаг.

В течение этого периода доминирующую роль в банковских потоках играли западноевропейские банки, а Северная Америка была основным источником портфельных инвестиций (рис. 4.10). Это означает, что Западная Европа, наиболее вероятно, стала источником эффектов общего кредитора, а США и Канада стали более значимыми источниками эффектов, связанных с потрясениями на рынках ценных бумаг.

Данные за последнее время свидетельствуют о региональных различиях в характере финансовой интеграции. Данные за период с конца 2007 года (нижние части рисунка) показывают, что страны Европы с формирующимся рынком имеют банковские обязательства перед странами с развитой экономикой в размере более 50 процентов ВВП, что приблизительно в три раза больше, чем соответствующий показатель по другим регионам. Страны Европы с формирующимся рынком

²⁷Поскольку связи через торговлю и прямые инвестиции широко обсуждаются в других исследованиях, здесь основное внимание уделяется банковскому кредитованию и авуарам в форме ценных бумаг. См. недавние выпуски «Доклада о мировой торговле» Всемирной торговой организации, «Доклада о мировых инвестициях» Конференции ООН по торговле и развитию, а также прошлые выпуски «Перспектив развития мировой экономики», в том числе главу 5 апрельского выпуска 2008 года и главу 4 октябрьского выпуска 2007 года.

²⁸Хотя нерезервные портфельные активы имеют в странах Азии с формирующимся рынком крупные размеры относительно других регионов, они существенно меньше обязательств по портфельным инвестициям. Динамика общих позиций по портфельным вложениям в странах Азии с формирующимся рынком, а также и в других регионах, определяется в основном обязательствами по портфельным инвестициям перед странами с развитой экономикой.

также в наибольшей степени зависят от Западной Европы и потому особенно подвержены эффектам общего кредитора. При этом представляется, что страны Азии и Латинской Америки с формирующимся рынком подвержены риску в несколько меньшей степени, имея в целом сходные позиции в области банковских кредитов и портфельных инвестиций, соответственно, по отношению к Западной Европе и США и Канаде²⁹.

Специфические для конкретных стран факторы уязвимости

Специфические для конкретных стран источники уязвимости по отношению к внешним шокам включают проблемы платежеспособности и ликвидности, слабость балансов внутри страны и факторы, связанные с открытостью экономики³⁰. Эти факторы повышают подверженность кризисам, связанным со счетом операций с капиталом, и валютным кризисам, а также потенциально увеличивают степень передачи стресса, источником которого являются страны-инвесторы. Свидетельствуя о более высоком риске, — например, в форме суверенного дефолта, — они могут заставлять инвесторов более активно изымать свои средства и тем самым обеспечивать автоматическую реализацию ожиданий инвесторов.

На рис. 4.11 сравниваются стандартные индикаторы уязвимости между различными регионами с формирующимися рынками. Верхние два графика показывают сальдо счетов текущих операций и бюджетов³¹. В последние несколько лет сальдо счетов текущих операций стали в большей степени различаться. Страны Европы с формирующимся рынком имели крупные и стойкие дефициты, тогда как многие страны Азии, Ближнего Востока и Содружества Независимых Государств (СНГ) перешли к состоянию профицита, что частично объяснялось бумом цен на биржевые товары. Сальдо бюджета показывают более однородную картину, в целом улучшившись по всем регионам. Совместное рассмотрение этих двух индикаторов показывает случай двойственного дефицита — счета текущих опе-

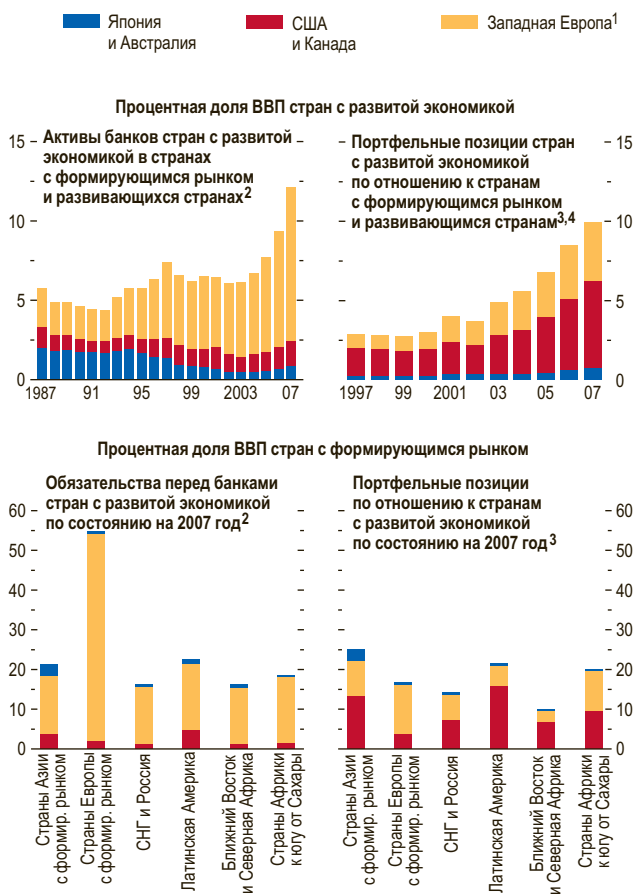
²⁹ Детальное обсуждение роли финансовых связей в Латинской Америке см. в работе Mühleisen (2008).

³⁰ См. Kaminsky and Reinhart (1999); Calvo (2005); Edwards (2005); Ghosh (2006); Calvo, Izquierdo, and Mejia (2004); Ramakrishnan and Zalduendo (2006); Eichengreen, Gupta, and Mody (2006).

³¹ Хотя концепция долгосрочной устойчивости относится к категории запасов, результаты эмпирических исследований свидетельствуют о том, что сальдо счета текущих операций и бюджета (соответствующие переменные потоков) являются важными определяющими факторами кризисов.

Рисунок 4.10. Финансовые связи между странами с развитой экономикой и странами с формирующимся рынком

Западная Европа является лидером в банковском кредитовании, основным источником портфельных инвестиций остается Северная Америка. Крупнейшими получателями для двух указанных регионов-инвесторов (относительно ВВП получателей) являются страны Европы с формирующимся рынком и Латинская Америка.



Источники: Банк международных расчетов; Координированное обследование портфельных инвестиций МВФ; расчеты персонала МВФ.

Примечание. СНГ — Содружество Независимых Государств.

¹ Перечень стран приводится в приложении 4.2.

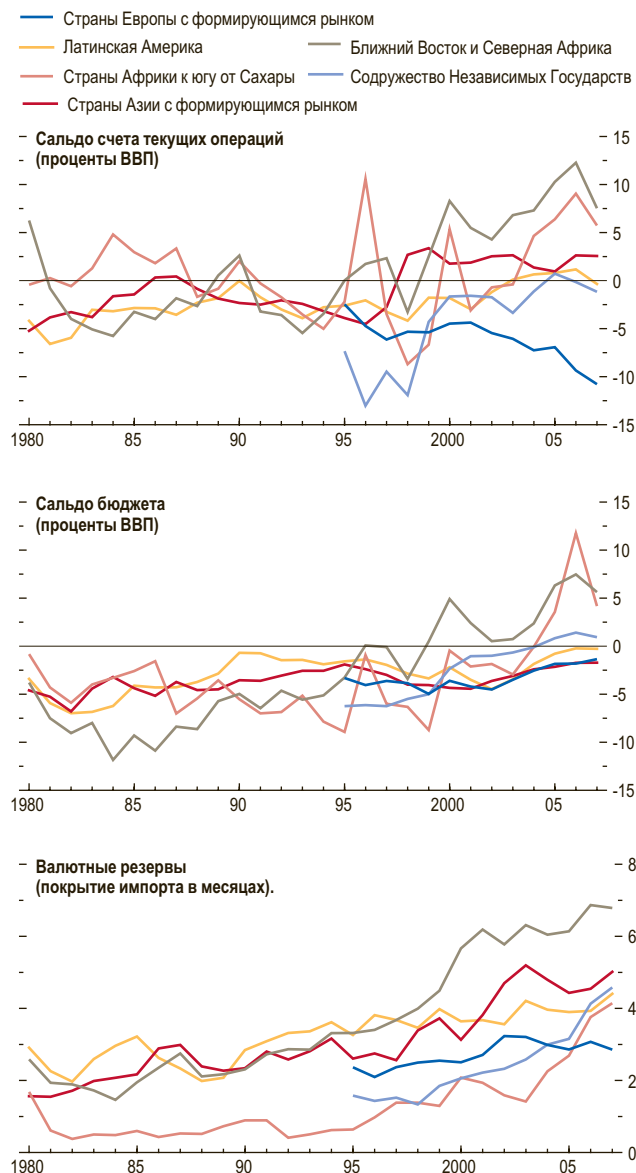
² За исключением Австралии в силу отсутствия данных.

³ Включая обязательства и активы, кроме резервов.

⁴ Данные за 1998, 1999 и 2000 годы получены на основе интерполяции.

Рисунок 4.11. Показатели уязвимости по регионам, 1990–2007 годы

Среди стран с формирующимся рынком наблюдается увеличение разброса в размерах сальдо счета текущих операций, в то время как сальдо бюджета, как правило, характеризовались сходной динамикой и улучшались. За последнее десятилетие резервное покрытие импорта увеличилось во всех регионах.



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

раций и бюджета, — характерные главным образом для стран Европы с формирующимся рынком.

Вторым (обратным) показателем уязвимости является уровень валютных резервов (нижний график). После кризиса в Азии многие страны укрепили свои позиции по резервам, оцениваемые по числу месяцев покрытия импорта. Значительное увеличение резервов отмечалось в странах-экспортерах биржевых товаров и странах Азии с формирующимся рынком, особенно в Китае; в других странах Латинской Америки и странах Европы с формирующимся рынком это увеличение было умеренным. В целом, хотя в долларовом выражении резервные буферы существенно увеличились, этот рост в месяцах покрытия импорта был менее существенным ввиду заметного роста объемов внешней торговли.

Передача финансового стресса — общий анализ

Периоды широко распространенного финансового стресса в странах с развитой экономикой, как представляется, оказывают значительное влияние на страны с формирующимся рынком. Однако недостаточность данных ограничивает возможности систематического исследования этих взаимодействий за продолжительный период времени, поэтому в данном разделе принят двойственный подход. В первой части представлены результаты эконометрического исследования с использованием индексов финансового стресса за период 1997–2008 годов. Однако помимо текущего кризиса, в последнее десятилетие, за которое имеются данные для построения ИФС-ФР, не было других системных банковских кризисов. В свете этого факта во второй части раздела представлено целевое исследование, в котором анализируется влияние прошлых системных банковских кризисов в странах с развитой экономикой на страны с формирующимся рынком.

Эконометрический анализ с использованием индексов стресса

В рамках эконометрического анализа проводится более формальная оценка относительной роли общих и специфических страновых факторов в передаче финансового стресса со стороны стран с развитой экономикой на страны с формирующимся рынком. Исходя из приведенного выше обсуждения, финансовый стресс в странах с формирующимся рынком (ИФС-ФР) связан

с тремя наборами переменных: 1) стресс в странах с развитой экономикой (ИФС-РС), 2) специфические страновые характеристики и факторы уязвимости (X) и (3) общие глобальные факторы (GF). Одной важной предпосылкой данного анализа является то, что финансовый стресс в странах с развитой экономикой является экзогенным для финансового стресса в странах с формирующимся рынком³². В самом деле, описательный анализ эпизодов широко распространенного финансового стресса в странах с развитой экономикой не указывает на то, что пусковые механизмы этих эпизодов были в странах с формирующимся рынком. Более того, формальные эмпирические тесты направления причинно-следственной связи поддерживают справедливость предпосылки относительно независимости стресса стран с развитой экономикой от большинства стран с формирующимся рынком³³.

Приведенное ниже уравнение в сокращенной форме показывает, как эти переменные могут быть связаны между собой (i и t обозначают страны и время, соответственно; ε_{it} — член ошибки). Это уравнение призвано представить основную идею анализа, а более подробно он описан в приложении 4.2. В частности, некоторые из оцененных спецификаций включают зависимую и (или) независимые переменные с лагом, которые опущены в уравнении (1) для простоты представления³⁴.

$$EMFSI_{it} = \alpha_i + \beta_i AEFSSI_t + \delta X_{it} + \gamma_i GF_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Относительные роли общих и специфических страновых факторов можно разделить достаточно прямым образом.

- Важнейшей переменной, представляющей интерес, являются размеры параметров совместной динамики, β , измеряющих, как финансовый стресс в странах с формирующимся рын-

ком i реагирует на стресс в странах с развитой экономикой. Нулевое значение свидетельствует об отсутствии совместной динамики, тогда как значение единица представляет полную передачу стресса. Общее влияние стресса в странах с развитой экономикой на страны с формирующимся рынком измеряется средним из параметров совместной динамики: $\beta = 1/n \sum \beta_i$ (n — количество стран с формирующимся рынком).

- Компонент специфических страновых факторов, определяющих стресс в странах с формирующимся рынком, состоит из двух частей, прямого воздействия и косвенного воздействия. Элемент прямого воздействия отражает влияние специфических страновых факторов на параметры совместной динамики ($\beta_i = f(X_{it})$). Например, можно ожидать, что страны с высокими внешними обязательствами перед странами с развитой экономикой будут иметь высокий параметр совместной динамики. Прямое воздействие отражает независимое влияние, которое оказывают специфические для конкретных стран факторы на страны с формирующимся рынком (δ). Например, страны с более открытыми счетами операций с капиталом могут быть более подвержены опасности стресса, независимо от того, что происходит в странах с развитой экономикой.
- И наконец, движущей силой стресса могут быть другие изменения в глобальной ситуации (например, цен на биржевые товары, процентных ставок, реальной активности), представленные членом GFt и коэффициентом γ .

Оценки представляющих интерес параметров получены в рамках двух взаимосвязанных процессов. Во-первых, используя *месячные* временные ряды, проводится оценка уравнения (1) для каждой отдельной страны, и определяются параметры совместной динамики β_i для каждой конкретной страны. Параметры β_i могут меняться от подпериода к подпериоду и по регионам кредиторов (Япония и Австралия, США и Канада, Западная Европа). Полученные значения β_i затем соотносятся с показателями финансовых и торговых связей и другими специфическими для конкретных стран переменными, пользуясь схемой, предложенной в работе Forbes and Chinn (2004), для исследования того, что является определяющими факторами различий в совместной динамике.

Во-вторых, для оценки значимости других специфических страновых факторов, данные по которым в основном доступны с годовой периодичностью, приведенное выше уравнение также оце-

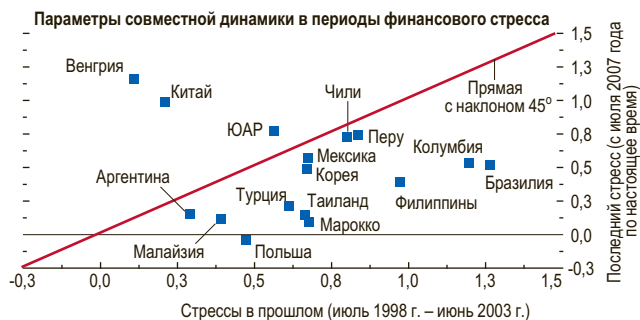
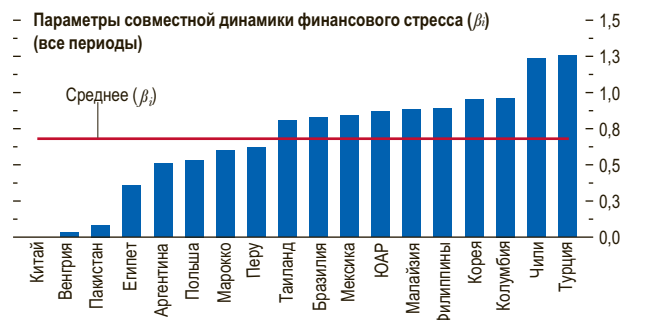
³²Рассмотрение пусковых механизмов для эпизодов финансового стресса в странах с развитой экономикой в период с 1980-х годов см. в таблице 4.1.

³³Тесты причинности по Грейнджеру по 18 странам с формирующейся экономикой, по которым имеются данные, показали, что в 11 случаях финансовый стресс в странах с развитой экономикой «вызвал по механизму причинности Грейнджера» стресс в странах с формирующейся экономикой; в пяти случаях результаты теста не позволяли сделать окончательный вывод. В одном случае причинно-следственные связи оказались действующими в обоих направлениях, и только в двух случаях направленность была от стран с формирующимся рынком в страны с развитой экономикой.

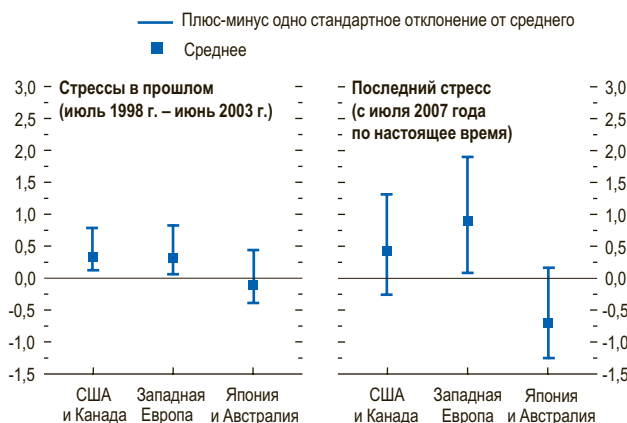
³⁴Хотя возможны и нелинейные спецификации, факт хорошего статистического соответствия линейной модели говорит о том, что она позволяет сделать ценные заключения.

Рисунок 4.12. Совместная динамика финансового стресса в странах с формирующимся рынком и в странах с развитой экономикой

Общий (или системный) элемент передачи стресса (среднее β_i) является значительным, но различия между странами также существенны. В текущем кризисе передача воздействия для большинства стран выборки была слабее, чем в прошлом, что, возможно, является отражением слабой первоначальной ответной реакции. Передача стресса из Западной Европы в текущем кризисе представляется наиболее сильной.



Параметры совместной динамики по регионам-источникам стресса



Источник: расчеты персонала МВФ.

нивается с использованием годовых панельных данных. Этот подход позволяет провести более систематическое тестирование роли специфических для конкретных стран переменных (факторов уязвимости) в формировании стресса. Обе процедуры оценки проводились на выборке из 18 стран с формирующимся рынком, по которым имелись данные ИФС-ФР.

Выявление общих элементов и различий в совместной динамике

До того как проводить оценку уравнения финансового стресса, одним из способов определения значимости общего элемента в стрессе страны с формирующимся рынком является соотношение ее общего тренда во времени с индексом финансового стресса в странах с развитой экономикой. Эмпирический показатель общего тренда во времени может быть получен путем эмпирической оценки фиксированных временных эффектов в стрессе страны с формирующимся рынком (приложение 4.2). Приблизительно 40 процентов этого тренда во времени, представляющего разделяемый с другими стресс страны с формирующимся рынком, объясняется общим ИФС-РС. Другие глобальные факторы (процентные ставки, объем промышленного производства, цены на биржевые товары) объясняют еще 18 процентов.

Оценки специфических страновых параметров совместной динамики подтверждают значимость общего компонента в передаче стресса. В среднем почти 70 процентов стресса в странах с развитой экономикой передается странам с формирующимся рынком (среднее $\beta=0,7$; рисунок 4.12, верхняя часть)³⁵. Более того, передача воздействия происходит быстрыми темпами: для достижения стран с формирующимся рынком требуется от одного до двух месяцев³⁶. Однако параметры совместной динамики β_i существенно различаются в разных странах, находясь в интервале от нуля в случае Китая до более единицы в случае Чили и Турции.

³⁵Поскольку и ИФС-РС, и ИФС-ФР подвержены ошибкам измерения, оценки β_i потенциально являются заниженными.

³⁶Для учета возможных лагов в передаче стресса параметры совместной динамики оценивались с помощью динамической модели. Стандартные критерии продолжительности лага рекомендовали использование в модели одного или двух лагов, что свидетельствует о быстрой передаче воздействия. Представленные результаты основаны на спецификации с одним лагом, следуя информационному критерию Шварца.

Сила совместной динамики также меняется со временем и, более конкретно, различается между текущим кризисом (с середины 2007 года и далее) и предыдущими кризисами в странах с развитой экономикой (с середины 1998 года до середины 2003 года, средняя часть рисунка)³⁷. Оказывается также, что более сильные финансовые последствия потрясений в других странах в прошлом испытывали одни страны (такие как Бразилия, Колумбия и Филиппины), а в текущем кризисе — другие (такие как Китай, Венгрия и ЮАР). При этом следует отметить, что результаты по текущему кризису следует толковать с некоторой осторожностью, поскольку он еще продолжает разворачиваться. Сила совместной динамики также зависит от того, какие страны с развитой экономикой оказываются вовлеченными в процесс. В частности, вторичные финансовые эффекты, порождаемые США и Канадой, с одной стороны, и Западной Европой, с другой, в среднем в течение предыдущих эпизодов стресса были сходными. А в текущем кризисе вторичные финансовые эффекты, порождаемые Западной Европой, представляются несколько более сильными (нижние диаграммы).

Эти выводы указывают на важность *специфических страновых* факторов в определении того влияния, которое финансовые шоки оказывают на отдельные страны с формирующимся рынком. Как обсуждалось выше, параметры совместной динамики β_1 могут определяться финансовыми и торговыми связями между странами с формирующимся рынком и странами с развитой экономикой, а также внутренними факторами уязвимости в странах с формирующимся рынком. Для исследования этих каналов передачи воздействия проводится эмпирическая оценка трех параметров совместной динамики для каждой страны, отра-

³⁷Эти эпизоды стресса определялись как периоды, в течение которых, по крайней мере в некоторых странах с развитой экономикой, почти все время наблюдался высокий стресс, в отличие от спокойных периодов, когда почти ни в каких из стран с развитой экономикой не было высокого стресса. Таким образом, с середины 1998 года до середины 2003 года и с середины 2007 года и далее ИФС-РС указывал на наличие высокого стресса по крайней мере в одной стране каждый месяц, за исключением лишь нескольких месяцев за весь названный период. Это время противопоставляется периоду относительного спокойствия с середины 2003 года по середину 2007-го. Соответственно, в модель включены специфические для конкретных периодов параметры совместной динамики: с июля 2007 года и далее — для текущего кризиса и с июля 1998 года по июнь 2003 года — для предыдущего периода стресса в странах с развитой экономикой (последний включает, в частности, крах ЛТСМ, обвал интернет-компаний и дефолты WorldCom, Enron и Arthur Andersen).

жающих совместную динамику с различными регионами (Япония и Австралия, Западная Европа, США и Канада). Эти параметры были оценены в регрессии по показателям торговых связей и финансовых связей, включая банковское кредитование, авуары портфельных инвестиций и прямые инвестиции³⁸. Поскольку Западная Европа занимает доминирующее положение по банковским связям, а США и Канада — по связям, относящимся к портфельным инвестициям (кроме стран Европы с формирующимся рынком), исследована также спецификация модели с условными переменными для США и Канады и для Западной Европы. Оценки были проведены раздельно для прошлого эпизода финансового стресса в странах с развитой экономикой (с середины 1998 по середину 2003 года) и для последнего эпизода (с середины 2007 года и далее).

Анализ дисперсии коэффициентов передачи воздействия β_1 указывает на значительные различия в передаче стресса между двумя рассмотренными эпизодами (таблица 4.2).

- Хотя все названные связи индивидуально были значимыми определяющими факторами передачи стресса в *предыдущих кризисах*, трудно выявить наиболее важную связь, что частично объясняется положительными корреляциями между различными видами связей. Хотя коэффициент при портфельных связях был самым большим, он не является статистически значимым на обычных пороговых уровнях, если учитывать другие связи. Сила совместной динамики была сходной с США и Канадой, с одной стороны, и с Западной Европой, с другой, что согласуется в целом со сходными ролями портфельных и банковских связей. И наоборот, в *текущем кризисе* банковские связи проявили себя как первостепенный канал передачи воздействия. Например, увеличение банковских обязательств перед Западной Европой с 15 процентов до 50 процентов ВВП (что приблизительно представляет разницу между странами Европы с формирующимся рынком и другими регионами с формирующимися рынками) увеличивает параметр совместной динамики при-

³⁸Торговые связи измеряются как отношение совокупного экспорта в регионы с развитым рынком (по данным стран с развитой экономикой) к национальному ВВП каждой из стран с формирующимся рынком. Финансовые связи измеряются по совокупным обязательствам перед регионами с развитым рынком (и совокупным активам в этих регионах в случае авуаров портфельных инвестиций). Эти показатели усреднены по периодам, соответствующим текущему и прошлым эпизодам финансового стресса.

Таблица 4.2. Роль связей как определяющих факторов совместной динамики¹

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
<i>Прошлые стрессы в странах с развитой экономикой (июль 1998 г. – июнь 2003 г.)</i>							
<i>Зависимая переменная: параметры совместной динамики финансового стресса</i>							
Банковские связи	0,014** (0,006)				0,005 (0,009)	-0,016 (0,010)	0,006 (0,008)
Портфельные связи		0,060*** (0,017)			0,045 (0,031)	-0,018 (0,036)	0,034 (0,023)
Связи через прямые инвестиции			0,044*** (0,009)		0,009 (0,026)	0,030 (0,027)	0,003 (0,024)
Торговые связи				0,023** (0,009)	0,000 (0,017)	0,008 (0,015)	0,005 (0,013)
Условная переменная для США и Канады						0,469*** (0,141)	
Условная переменная для Западной Европы						0,584*** (0,165)	
Открытость в торговле ²							-0,001 (0,001)
Открытость в финансовой сфере ³							-0,003 (0,002)
Страновые эффекты	да	да	да	да	да	да	нет
Наблюдения	48	48	48	48	48	48	48
R ²	0,17	0,31	0,29	0,21	0,34	0,53	0,25
<i>Последний стресс в странах с развитой экономикой (с июля 2007 года по настоящее время)</i>							
<i>Зависимая переменная: параметры совместной динамики финансового стресса</i>							
Банковские связи	0,029* (0,017)				0,033** (0,014)	-0,005 (0,027)	0,025* (0,013)
Портфельные связи		0,055*** (0,020)			0,033 (0,026)	0,006 (0,019)	0,027 (0,016)
Связи через прямые инвестиции			0,144*** (0,044)		0,105 (0,083)	0,053 (0,064)	0,069 (0,077)
Торговые связи				0,047 (0,030)	-0,063 (0,047)	-0,021 (0,047)	-0,031 (0,041)
Условная переменная для США и Канады						1,201** (0,537)	
Условная переменная для Западной Европы						1,819*** (0,630)	
Открытость в торговле ²							0,001 (0,003)
Открытость в финансовой сфере ³							-0,005 (0,003)
Страновые эффекты	да	да	да	да	да	да	нет
Наблюдения	48	48	48	48	48	48	48
R ²	0,14	0,19	0,16	0,09	0,26	0,52	0,20

Источник: расчеты персонала МВФ.

¹В скобках показаны устойчивые стандартные ошибки; обозначения ***, ** и * указывают на статистическую значимость на 1-, 5- и 10-процентном уровне, соответственно.

²Отношение суммы экспорта и импорта к ВВП.

³Отношение суммы иностранных активов и обязательств к ВВП.

близительно на единицу. Совместная динамика с Западной Европой оказывается несколько сильнее, чем с США и Канадой, что согласуется с доминирующей ролью банковских связей в течение кризиса.

- Включение условных переменных для различных регионов с развитым рынком улучшает

статистическое соответствие, но делает коэффициенты при связях статистически незначимыми. Более конкретно, включение условной переменной для США и Канады ослабляет коэффициент при портфельных связях, тогда как включение условной переменной для Западной Европы, банки которой активно кредитова-

Таблица 4.3. Стресс в странах с формирующимся рынком — страновые эффекты¹
(По годовым данным, 1997–2008 гг.)

	Индекс финансового стресса в странах с формирующимся рынком					
	(1)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Финансовый стресс (страны с развитой экономикой)	0,49*** (0,07)	0,52*** (0,07)	0,53*** (0,06)	0,56*** (0,08)	0,58*** (0,06)	0,62*** (0,06)
Открытость в финансовой сфере ($t-1$) ²		0,02** (0,01)	0,03*** (0,01)	0,02* (0,01)	0,02*** (0,01)	0,02** (0,01)
Открытость в торговле ($t-1$) ³		-0,11*** (0,03)	-0,10** (0,03)	-0,10*** (0,03)	-0,08** (0,03)	-0,07* (0,04)
Счет текущих операций ($t-1$) ⁴			-0,14*** (0,04)			-0,13*** (0,04)
Сальдо бюджета ($t-1$) ⁴				-0,11 (0,10)		-0,18* (0,09)
Валютные резервы ($t-1$) ⁵					-0,12* (0,06)	-0,09 (0,06)
R^2	0,55	0,60	0,62	0,60	0,62	0,63
R^2 (между)	0,26	0,18	0,18	0,19	0,18	0,20
R^2 (внутри)	0,39	0,47	0,49	0,47	0,50	0,52
Наблюдения	210	210	210	210	210	210
Страны	18	18	18	18	18	18

Источник: расчеты персонала МВФ.

¹В скобках показаны устойчивые стандартные ошибки; обозначения ***, ** и * указывают на статистическую значимость на 1-, 5- и 10-процентном уровне, соответственно. Все регрессии включают страновые эффекты и учитывают глобальные факторы. К глобальным контрольным факторам относятся трехмесячная ставка предложения на лондонском межбанковском рынке (ЛИБОР), реальный рост мирового объема производства и изменения в условиях торговли биржевыми товарами.

²Отношение суммы иностранных активов и обязательств к ВВП.

³Отношение суммы экспорта и импорта к ВВП.

⁴В процентах ВВП.

ли все регионы с формирующимися рынками, ослабляет коэффициент при банковских связях. Эти выводы указывают на то, что региональные условные переменные берут на себя региональные характеристики банковского кредитования и портфельных инвестиций³⁹.

Дальнейшее тестирование модели на месячных данных показывает, что специфические для конкретных стран факторы уязвимости (такие как дефициты счета текущих операций или бюджетные дефициты) не влияют на передачу стресса (то есть они не имеют статистически значимой связи со значениями β_i). Однако специфические для конкретных стран факторы уязвимости могут оказывать прямое воздействие на финансовый стресс, и поскольку данные по этим переменным не доступны на месячной основе, для исследования их роли в финансовом стрессе проводится дополнительная эмпирическая проверка.

³⁹Следует отметить, что на результатах определяющим образом не сказывается общая торговая и финансовая открытость стран с формирующимся рынком, которая, по сути, не играет никакой значительной роли в передаче финансового стресса (см. правый столбец в таблице 4.2).

Имеют ли значение специфические страновые факторы уязвимости?

Для исследования этой гипотезы проводится оценка уравнения (1) на годовых данных, чтобы включить в него более широкий набор специфических для конкретных стран переменных⁴⁰. Помимо индикаторов уязвимости включаются также показатели открытости торговли и счета операций с капиталом, с тем чтобы учесть их потенциальную роль в повышении изменчивости. Результаты оценки приведены в таблице 4.3. В целом оценки среднего коэффициента совместной динамики стресса β близки к уровням, полученным в рамках модели на месячных данных. Также согласуется с месячной моделью вывод, что на масшта-

⁴⁰Годовое агрегирование месячных данных о стрессе производится в два этапа. Сначала рассчитываются средние квартальные уровни стресса, а на втором этапе для годового индекса выбирается квартал с самым высоким уровнем стресса. Альтернативная спецификация с использованием 12-месячных средних дала сходные результаты с точки зрения статистической значимости, но указывает на более низкие уровни передачи воздействия (беты). Представляется, что процесс расчета средних значений скрывает значимую информацию, содержащуюся в данных.

Рисунок 4.13. Объясняющие факторы финансовых стрессов в странах с формирующимся рынком

Значительная доля снижения финансовых стрессов в периоды спокойствия в странах с развитой экономикой объясняется, главным образом, сочетанием улучшения сальдо счета текущих операций и сальдо бюджета и увеличения резервов. Напротив, в периоды значительного стресса в странах с развитой экономикой эти факторы не в состоянии компенсировать передачу воздействия стресса.

Фактическая и предсказываемая динамика стресса в странах с формирующимся рынком, 1997–2008 гг.
(динамика индекса стресса, среднее по выборке)



Источник: Банк международных расчетов; МВФ, «Статистика платежного баланса», и расчеты персонала МВФ.

Примечание. ИФС — индекс финансового стресса.

¹Годы стресса — 1999, 2000, 2002 и 2008-й; остальные годы — периоды спокойствия. См. таблицу 4.1.

²Подготовлено на основе последнего столбца таблицы 4.3. К глобальным факторам относятся трехмесячная ЛИБОР, Рост мирового объема производства и изменения в условиях торговли биржевыми товарами. «Открытость» сочетает финансовые и торговые факторы.

бах совместной динамики стресса между странами с формирующимся рынком и странами с развитой экономикой не сказываются специфические для конкретных стран переменные (взаимодействия с ИФС-РС)⁴¹.

Модель на годовых данных вскрывает важное *прямое* влияние, оказываемое специфическими для конкретных стран характеристиками на стресс в странах с формирующимся рынком. Из специфических страновых переменных две переменные открытости оказывают два противоположных вида влияния на финансовый стресс. Более высокая фактическая открытость счета операций с капиталом, измеряемая суммой иностранных активов и обязательств, разделенной на ВВП, связана с более высокими уровнями стресса. Открытость торговли оказывает противоположное влияние и снижает уровень финансового стресса. Этот вывод в целом согласуется с идеей о том, что ценой открытости счета операций с капиталом является более высокая изменчивость. Этот компромисс ослабляется степенью международной экономической интеграции, измеряемой открытостью торговли (Imbs, 2006; Kose, Prasad, and Terrones, 2005).

Наиболее существенными — с большим отрывом — специфическими факторами риска для финансового стресса в странах с формирующимся рынком являются значительные дефициты счета текущих операций и бюджетных дефицитов. Страны с более высоким сальдо счета текущих операций или сальдо бюджета, как правило, испытывают меньший стресс, причем предельное влияние каждой из двух переменных на финансовый стресс является приблизительно одинаковым (таблица 4.3, столбцы 4 и 5). Если дефицит на 1 процентный пункт ВВП выше, это связано с увеличением среднего индекса стресса в следующем году приблизительно на 0,15 процентного пункта. Для сравнения во время прошлых ситуаций стресса этот индекс для стран с формирующимся рынком повышался на 1–2 процентных пункта в год, а в последнем эпизоде — значительно выше.

Высокие уровни иностранных резервов также смягчают стресс, переживаемый в странах с формирующимся рынком (столбец 6), однако их эффект становится пограничным (значение *p* на уровне 12 процентов), когда в модель включают-

⁴¹Динамическая спецификация модели с использованием динамического обобщенного метода оценки моментов дает очень близкие результаты. Обсуждение результатов модели на панельных данных см. в приложении 4.2.

ся все контрольные переменные (столбец 7)⁴². Одной из причин слабого влияния резервов является то, что резервный буфер сдерживает стресс в некоторых сегментах (суверенные спреды), но не сдерживает в других (фондовые рынки). В общем случае эти результаты устойчивы к включению других контрольных переменных⁴³.

На рис. 4.13 показаны относительные размеры общего влияния и влияния факторов уязвимости на стресс в странах с формирующимся рынком. На нем отражены оцененные величины вклада соответствующих влияний с разделением на периоды спокойствия в странах с развитой экономикой и периоды широко распространенного финансового стресса (1998, 2000, 2002 и 2008 годы)⁴⁴. В периоды высокого стресса самым крупным единичным фактором, определяющим повышение стресса в странах с формирующимся рынком, является импульс финансового стресса в странах с развитой экономикой. Глобальные факторы имеют сглаживающий эффект, главным образом, за счет компенсирующих изменений в ценах на биржевые товары, но их влияние является относительно скромным. Последствия улучшения состояния счета текущих операций и сальдо бюджета до возникновения таких ситуаций высокого стресса в странах с развитой экономикой являются сравнительно небольшими⁴⁵.

И наоборот, в спокойные периоды в странах с развитой экономикой улучшение состояния счета текущих операций и сальдо бюджета, а также накопление резервов — все эти факторы ведут к снижению уровней стресса. Взятые в совокупности, они объясняют значительную долю (приблизительно 60 процентов) снижения среднего стресса в стране с формирующимся рынком в спокойные периоды. Итак, выявленные индикаторы уязвимо-

⁴²Влияние этих переменных не отличается в последнем периоде и не сказывается на величине коэффициента передачи воздействия.

⁴³Включались также другие переменные, но они не имели значимого влияния, в том числе режим обменного курса, качество государственного управления в стране, наличие демократических институтов и уровни дохода на душу населения.

⁴⁴Оцененные показатели вклада объясняющих переменных в формировании финансового стресса в странах с формирующимся рынком рассчитывается путем умножения годовых изменений в каждой из объясняющих переменных на оцененный коэффициент из эконометрической модели, пользуясь столбцом 7 в таблице 4.3.

⁴⁵В работе Gonzalez-Hermosillo (2008) сделан аналогичный вывод о том, что в периоды стресса движущей силой спредов по облигациям в странах с развитой экономикой и развивающихся странах являются глобальные факторы рыночного риска, в то время как в спокойные периоды большее значение имеют факторы, характерные для индивидуальных стран.

сти конкретных стран имеют значение, но их влияние является небольшим, когда наблюдается стресс в странах с развитой экономикой.

Уроки предыдущих банковских кризисов в странах с развитой экономикой

Текущий кризис связан с системными банковскими кризисами во многих странах с развитой экономикой. Тем не менее, как отмечалось в начале данного раздела, период выборки для эконометрического анализа (1997–2008 годы) дает ограниченный охват системных банковских кризисов в странах с развитой экономикой. Соответственно, чтобы дополнить эконометрический анализ, в данном разделе рассматривается влияние двух широко известных банковских кризисов в странах с развитой экономикой.

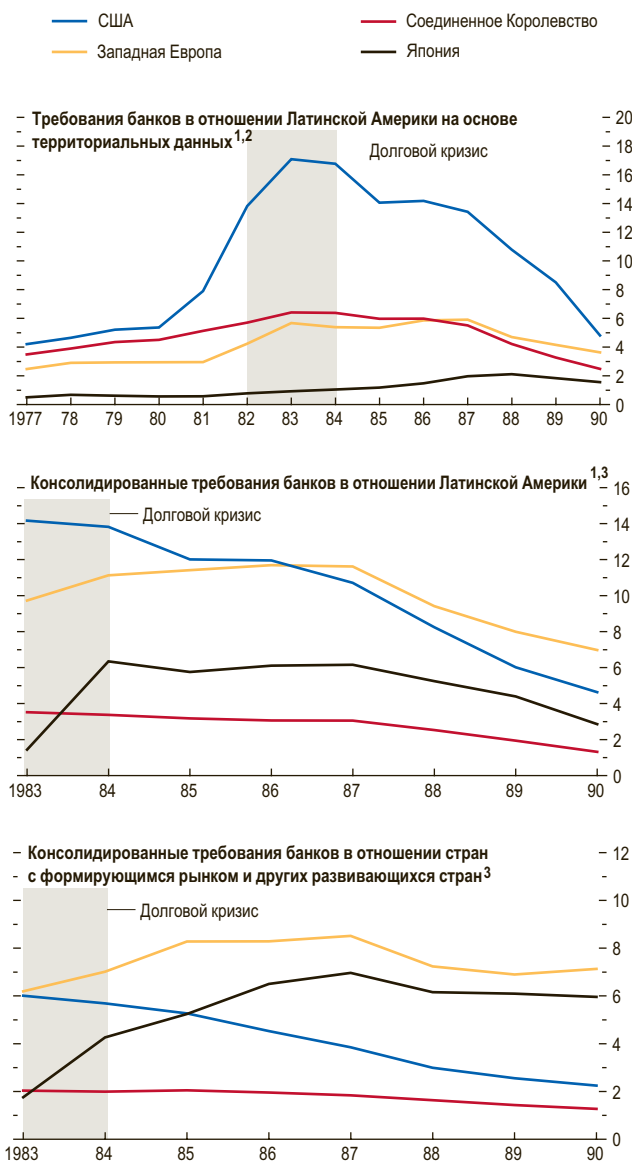
С повышением глобализации банковской деятельности (проявляющейся в трансграничных потоках и доле дочерних предприятий и филиалов иностранных банков), банковский кризис в странах с развитой экономикой может создавать значительные эффекты общего кредитора и вызывать заметное сокращение потоков капитала. При этом в течение прошлого десятилетия было мало кризисов, затронувших страны с развитой экономикой, которые в то же время были крупными кредиторами стран с формирующимся рынком. Например, скандинавский банковский кризис начала 1990-х годов считается системным, но скандинавские банки не играли большой роли в странах с формирующимся рынком. В данном разделе представлены целевые исследования двух кризисов, в которых подвергшиеся стрессу банки в странах с развитой экономикой были активно вовлечены в кредитование стран с формирующимся рынком: долговой кризис в Латинской Америке 1980-х годов и японский банковский кризис 1990-х годов.

Долговой кризис в Латинской Америке

Многие комментаторы связывают долговой кризис в Латинской Америке с острым банковским стрессом в США. Многие крупнейшие банки США и Европы действительно имели крупные позиции по отношению к Латинской Америке через синдицированные ссуды суверенным заемщикам. К концу 1978 года величина таких ссуд более чем в два раза превышала капитал и резервы крупнейших банков США. Однако начальным толчком к дефолтам в странах с формирующимся рынком было не ширококомасштабное изъятие средств банка-

Рисунок 4.14. Влияние долгового кризиса в Латинской Америке на обязательства перед банковской системой¹
(В процентах ВВП региона назначения)

Долговой кризис в Латинской Америке в начале 1980-х годов оказал существенное влияние на крупнейшие банки США, которые сократили объем своих операций в Латинской Америке, а также в странах с формирующимся рынком в целом.



Источник: Банк международных расчетов (БМР) и расчеты персонала МВФ.
¹Включая Аргентину, Бразилию, Венесуэлу, Мексику и Чили.
²Требования банков по территориальным данным БМР, включая трансграничные требования банков-резидентов.
³Консолидированные банковские требования по данным БМР, включающие требования всех отделений и дочерних предприятий в зарубежных странах.

ми США, а сочетание резкого роста процентных ставок в США и падение цен на нефть (Kaminsky, Reinhart, and Végh, 2004)⁴⁶.

Тем не менее, ввиду позиций по отношению к Латинской Америке долговой кризис нанес сильный удар по крупным банкам США и вынудил их сократить кредитование этого региона. Даже после согласованного реформирования долга, непогашенные ссуды региону сократились более чем на 20 процентов с 1983 года по 1989 год. Сократилось также кредитование региона со стороны банков других стран с развитой экономикой (рис. 4.14, верхняя и средняя части)⁴⁷. Вероятно, нет ничего удивительного в том, что во второй половине 1980-х годов банки США существенно сократили в относительном выражении свои позиции по отношению ко всем странам с формирующимся рынком (нижняя часть рисунка).

Хотя затяжное сокращение банковского кредитования связано со стрессом в банках США, неясно, насколько этот эпизод применим к текущему кризису. В частности, толчком для долгового кризиса в Латинской Америке послужил дефолт заемщиков в странах с формирующимся рынком, тогда как текущий кризис был спровоцирован убытками кредиторов в странах с развитой экономикой, заставившими кредиторов уменьшить свое использование привлеченных средств и сократить кредиты странам с формирующимся рынком. Более того, в 1980-х годах в США удалось избежать системного

⁴⁶В 1970-х годах крупнейшие банки США расширили свою деятельность в Латинской Америке в поисках более высокой доходности, поскольку структурные изменения (такие как рост рынка коммерческих ценных бумаг) привели к сокращению прибыльности операций внутри США. Первой объявила дефолт Мексика (в августе 1982 года), а в течение следующих нескольких лет было произведено реформирование долга перед банками США еще шестнадцати других стран Латинской Америки. Кризис ссудо-сберегательных ассоциаций в США произошел приблизительно в то же время, но он не был непосредственно связан с латиноамериканским долговым кризисом.

⁴⁷Консолидированные данные о банковской деятельности (рис. 4.14, верхняя часть), объединяющие обязательства иностранных филиалов с обязательствами головных учреждений банков (взаимозачет кредитных операций между подразделениями), имеются только с 1983 года и показывают, что кредитование со стороны США стран с формирующейся экономикой в Латинской Америке сократилось в течение 1980-х годов соразмерно банковскому кредитованию других стран. Более продолжительные ряды данных по банковским обязательствам с использованием территориальных данных (которые включают кредитные операции между подразделениями банков, но не включают требования зарубежных филиалов) показывают более заметное изъятие средств банками США сразу после того, как разразился долговой кризис в Латинской Америке.

банковского кризиса — в отличие от сегодняшней ситуации, — что отчасти объяснялось отказом регулирующих органов от применения принудительных мер в отношении крупнейших банков.

Банковский кризис в Японии

Япония, без сомнений, пережила в 1990-х годах системный банковский кризис, ставший результатом краха фондового рынка, обвала рынков коммерческой недвижимости и усиления стресса в корпоративном секторе. В то же время японские банки вели крупные операции в странах с формирующимся рынком, особенно в Азии.

Величина банковских требований по отношению к офшорным территориям Азии (САР Гонконг и Сингапур) начала сокращаться в начале 1990-х годов, а после 1994 года это сокращение ускорилося (рис. 4.15). Однако в отношении Восточной Азии, где у японских банков были особенно крупные позиции по отношению к Таиланду и Индонезии, требования продолжали расти до 1997 года, когда разразился кризис в Азии. В течение следующих двух лет, по мере того как ухудшающееся состояние японской экономики оказывало все большее давление на банковскую систему страны, японские банки сокращали свои позиции по отношению к Восточной Азии, и даже на сегодняшний день объем требований остается существенно ниже своего пика десять лет назад⁴⁸. В связи со слабостью банковского сектора Японии номинальные требования по отношению к Восточной Азии стали сокращаться приблизительно в тот же момент, когда началось падение внутреннего кредитования в Японии, хотя первые сократились в большей степени относительно своих пиковых значений (требования по отношению к Восточной Азии уменьшились приблизительно на две трети, тогда как внутреннее кредитование — примерно на четверть)⁴⁹.

Степень сокращения кредитной деятельности является еще более заметной, если сравнить величину требований японских банков с требованиями банков других стран с развитой экономикой. Такое сравнение четко показывает, что уменьше-

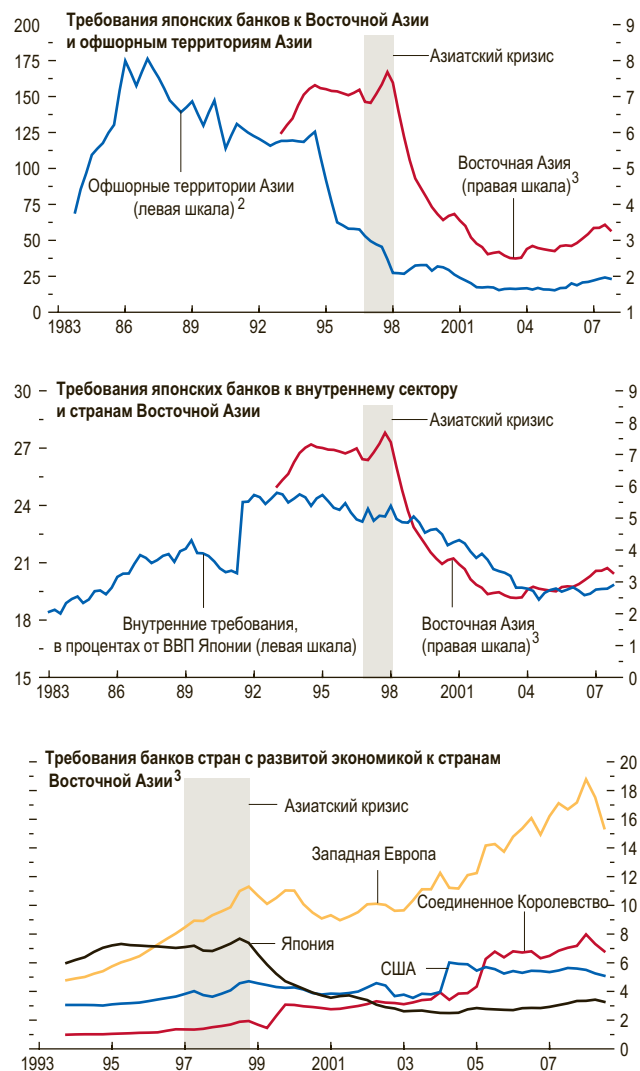
⁴⁸ Хотя эти результаты выражены в долях ВВП страны-получателя средств, они также в основном справедливы и в долларовом выражении, если эти величины нормализовать по ВВП Японии.

⁴⁹ В самом деле, в работах Peek and Rosengren (1997 и 2000) показано, что японские банки передали потрясения, ударившие по их собственной капитальной базе, даже на рынки недвижимости США через свои отделения в США.

Рисунок 4.15. Влияние банковского кризиса в Японии на банковское кредитование¹

(Проценты ВВП региона назначения, если не указано иное)

В 1990-е годы наблюдалось значительное и продолжительное сокращение операций японских банков в Восточной Азии. Вместе с тем данная тенденция проявилась только после кризиса в Азии и тогда, когда проблемы в банковской системе настолько усугубились, что в Японии начался системный банковский кризис.



Источники: Банк международных расчетов и расчеты персонала МВФ.

¹ Консолидированные требования по данным БМР, которые включают требования всех отделений и дочерних предприятий в зарубежных странах.

² К офшорным территориям Азии относятся специальный административный район Гонконг и Сингапур.

³ К странам Восточной Азии относятся Индонезия, Корея, Малайзия, Таиланд, Тайвань (провинция Китая) и Филиппины.

Вставка 4.1. Влияние иностранного участия в банковском секторе во время кризисов, возникших по внутренним причинам

В последние годы произошло усиление глобализации банковской деятельности, проявляющееся как в трансграничных потоках, так и в доле дочерних отделений и филиалов иностранных банков. В самом деле, во всех регионах отмечалось масштабное проникновение иностранных банков на внутренний рынок, а особенно в странах Европы с формирующимся рынком, где в настоящее время более 70 процентов банков находятся в иностранной собственности. Это может оказывать заметное влияние на потоки капитала из стран с развитой экономикой в страны с формирующимся рынком.

Негативные аспекты заключаются в том, что иностранные банки иногда покидали страну и вносили элемент финансовой нестабильности, о чем свидетельствует кризис в Аргентине. В ходе этого кризиса Citibank продал свое дочернее предприятие (Bansud), а Credit Agricole принял решение не вносить нового капитала, предоставив государству возможность взять в свои руки его дочерние предприятия Bersa, Bisel и Suquia. Аналогичным образом, стресс в финансовых системах материнских банковских компаний может также нейтрализовать стабилизирующий эффект иностранной собственности на банки, как показал недавний пример венгерского ОТР в его украинских дочерних фирмах.

Однако существуют также некоторые свидетельства того, что приход иностранных банков в страну может способствовать стабилизации финансовых систем стран с формирующимся рынком в ходе кризисов, возникших по внутренним причинам. Например, в работе Demirgüç-Kunt, Levine, and Min (1998) использо-

Примечание. Основным автором данной вставки является Рави Балакришнан.

ваны межстрановые регрессии, чтобы продемонстрировать, что приход иностранных банков во внутреннюю банковскую систему снижает вероятность кризисов в странах с формирующимся рынком. Однако в полученных оценках, как представляется, не полностью учтена потенциальная эндогенность, а именно, что решение не входить на определенный иностранный рынок может определяться ожиданием кризиса, а не только его фактом. В работе Detragiache and Gupta (2004) показано, что во время азиатского кризиса в Малайзии неазиатские иностранные банки демонстрировали лучшие результаты в отношении рентабельности и качества ссуд, чем отечественные банки или иностранные банки, работающие в основном в Азии.

Почему иностранные банки могут иметь лучшие результаты в периоды общих проблем в странах с формирующимся рынком? Во-первых, они могут быть более рентабельными, эффективными и лучше капитализированными, а потому легче переносить крупные потрясения. Во-вторых, дочерние предприятия крупных глобальных групп могут с большей легкостью привлекать капитал или ликвидные средства на международных финансовых рынках за счет информационных преимуществ или репутации. В-третьих, даже если внешнее финансирование иссякает вследствие повышения степени неприятия риска дочерние предприятия иностранных банков могут по-прежнему иметь доступ к финансовой поддержке со стороны своего головного банка, особенно если последний является высоко диверсифицированным и на нем лишь минимально сказались проблемы в принимающей стране.

ние позиций Японии не было частью общего изъятия средств из Восточной Азии, учитывая что все остальные регионы продолжали поддерживать величину своих требований существенно выше уровней, отмечавшихся во время кризиса в Азии.

Анализируя эти тенденции, можно отметить, что японские банки сначала стали выходить с низкорентабельных оптовых рынков США и офшорных территорий Азии, когда они столкнулись со скачком стоимости привлекаемых ими средств (резко вырос спред относительно ЛИБОР) и оказались под давлением необходимости улучшить свои нормативные показатели капитала. В этот

момент японские банки переключились на более прибыльные рынки в Азии, где кредитные отношения были более значимыми, а присутствие японских фирм — повсеместным. Однако кризис в Азии, ослабление внутренней экономики и повышение давления в пользу повышения нормативов капитала привели к прекращению реализации этой стратегии⁵⁰. Затем последовало масштабное и продолжительное сокращение кредитования Восточной Азии, и эта тенденция ста-

⁵⁰В работе Laeven and Valencia (2008) утверждается, что кризис в Японии стал системным только в ноябре 1997 года.

ла частично обращаться вспять только с началом экономического подъема в Японии в 2002 году.

Продолжительный эффект воздействия японского банковского кризиса подчеркивает значимость *эффектов общего кредитора*, которые в последние годы стали еще более заметными. Например, в работе Aydin (2008) для стран Европы с формирующимся рынком продемонстрировано, что условия на межбанковском рынке в Западной Европе оказали влияние на банковское кредитование в Центральной и Восточной Европе. Аналогичным образом, в отношении банков США в работе Cetorelli and Goldberg (2008) был сделан вывод о том, что в периоды напряженности в области ликвидности в США иностранные отделения банков США имеют меньший доступ к балансовым средствам своих головных учреждений⁵¹. Очевидно, что иностранная собственность на банки может вести к повышению финансовой уязвимости, но она также может выступать и как стабилизирующая сила, когда страны с формирующимся рынком испытывают стресс, — при условии, что ситуация в странах базирования головных банков является спокойной (вставка 4.1).

Выводы для текущего кризиса

Чему мы научились?

В прошлом кризисы в странах с развитой экономикой сказывались на странах с формирующимся рынком быстро и с высоким коэффициентом передачи воздействия. В соответствии с этой устойчивой схемой беспрецедентный всплеск финансового стресса в странах с развитой экономикой в третьем квартале 2008 года оказал огромное воздействие на страны с формирующимся рынком. В четвертом квартале финансовый стресс находился на высоком уровне во всех регионах с формирующимися рынками и в среднем превышал уровень, достигнутый во время кризиса в Азии.

Представляется, что финансовые связи являются основным каналом передачи воздействия: на странах с формирующимся рынком с более значительными внешними обязательствами перед странами с развитой экономикой в большей степени сказался

⁵¹ Например, приведенные в этой работе расчеты показывают, что внутреннее заимствование банков США у зарубежных отделений увеличилось в два раза по сравнению со средним уровнем до текущего кризиса (то есть до лета 2007 года), и за счет него финансировалось более 20 процентов роста внутренних активов банков США в течение второй половины 2007 года.

финансовый стресс в странах с развитой экономикой, чем на странах с формирующимся рынком, которые характеризовались меньшими связями. В последнее время основным каналом передачи воздействия было банковское кредитование, где главным источником стресса стали западноевропейские банки.

В прошлом страны с формирующимся рынком были в состоянии обеспечить некоторую защиту от финансового стресса за счет более низких дефицитов счета текущих операций и бюджетных дефицитов в спокойные периоды в странах с развитой экономикой. Однако во время широкомасштабного финансового стресса в странах с развитой экономикой эти условия не помешали им оказаться под влиянием стресса. Однако более низкие дефициты могут ограничить последствия финансового стресса для реальной экономики (например, за счет использования резервов для амортизации последствий спада в притоке капитала) и продолжительность кризиса⁵², но эти связи в данной главе не исследуются. Более того, более низкие дефициты счета текущих операций и бюджетные дефициты также начинают играть свою роль, когда финансовый стресс в странах с развитой экономикой спадает, поскольку они способствуют восстановлению финансовой стабильности и притоков иностранного капитала.

Какие можно сделать выводы для текущего кризиса?

Текущий кризис в странах с развитой экономикой является уникальным по своей глубине, широте и влиянию на все сегменты финансовых систем стран с развитой экономикой. По сравнению с эпизодами стресса в течение последнего десятилетия, наиболее яркой особенностью сегодняшней ситуации является банковский стресс, который распространился из США на Западную Европу, а оттуда на другие финансовые центры и страны с формирующимся рынком. Хотя кризис еще продолжает разворачиваться, уже можно сделать некоторые заключения.

- Страны с формирующимся рынком, имеющие крупные открытые позиции по банковским кредитам, с наибольшей вероятностью оказываются подверженными стрессу. Более того, уровень дефицитов счета текущих операций и бюджет-

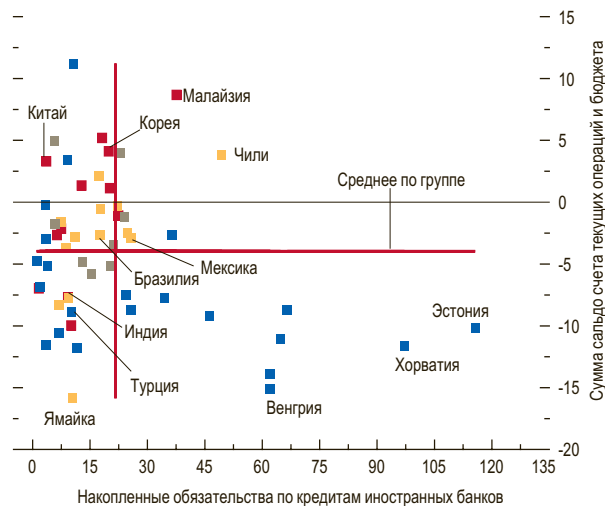
⁵² В работе Mecagni et al. (2007) показано, что улучшение условий в период до кризиса может вести к сокращению продолжительности кризисов, связанных со счетом операций с капиталом.

Рисунок 4.16. Степень подверженности риску, связанному с обязательствами по банковским кредитам и двойными дефицитами в странах с формирующимся рынком, 2002–2006 годы
(В процентах ВВП)

(В процентах ВВП)

В настоящее время страны Европы с формирующимся рынком, очевидно, в максимальной степени подвержены риску стресса вследствие высоких банковских обязательств этих стран. Кроме того, в эти странах отмечаются значительные дефициты, как бюджетные, так и по счету текущих операций, что ограничивает их возможности сглаживания последствий финансового стресса для реальной экономики.

- Страны Европы с формирующимся рынком и Содружество Независимых Государств
- Страны Азии с формирующимся рынком
- Латинская Америка
- Другие страны¹



Источники: Банк международных расчетов; МВФ, «Статистика платежного баланса», и расчеты персонала МВФ.

¹ Включают Ближний Восток и Африку.

ных дефицитов, как правило, будет определять, насколько быстро страны смогут восстановить финансовую стабильность, когда спадет стресс в странах с развитой экономикой. На рис. 4.16 представлено расположение стран с формирующимся рынком относительно двух измерений. В правой нижней части находятся страны (сюда попали, главным образом страны Европы с формирующимся рынком), имеющие одновременно высокие открытые позиции по банковским займам и высокие двойные дефициты.

- Банковские потоки в страны с формирующимся рынком, с большой вероятностью, серьезно пострадают, как свидетельствует опыт стран юга Азии во время японского банковского кризиса 1990-х годов. С тех пор глобализация банковской деятельности продолжалась, и риски, связанные с эффектом общего кредитора повысились. Таким образом, системные банковские кризисы в странах с развитой экономикой и их затяжное урегулирование, очевидно, предвещают продолжительный спад в банковских потоках в страны с формирующимся рынком, особенно в страны Европы с формирующимся рынком.

Какие меры политики могут быть полезны?

Поскольку уже поздно пытаться предотвратить передачу влияния кризиса, меры политики должны быть направлены на ограничение риска дальнейшего разрастания финансового стресса через эффекты второго порядка. Быстрое снижение доли заемных ресурсов у финансовых организаций в странах с развитой экономикой и стремительное ухудшение глобальных экономических перспектив накладывают жесткие ограничения на ликвидность в странах с формирующимся рынком. Некоторые из этих стран имели возможность воспользоваться для сглаживания этих потрясений результатами недавнего высокого роста и относительно крупным буферным пространством для политического маневра. Однако, как обсуждается в главах 1 и 2, многие страны испытали сильнейшее напряжение.

По мере дальнейшего углубления кризисов в странах с развитой экономикой и продолжающегося сокращения торговли и потоков капитала обменные курсы и финансовые системы стран с формирующимся рынком могут оказаться под еще более сильным давлением. А широкомасштабный экономический и финансовый крах в странах с формирующимся рынком, в свою очередь,

окажет значительное негативное влияние на портфели активов у стран с развитой экономикой. Это может вызывать дальнейшее усугубление сокращения доли заемных средств в финансовой сфере на развитых рынках (особенно в странах с крупными позициями, таких как Австрия и Бельгия) и привести к дальнейшей передаче стресса, оттоку капитала и экономическим обвалам.

В свете подобных межстрановых вторичных эффектов, существуют сильные аргументы в пользу координированного подхода к целому спектру мер политики, что более подробно обсуждается в главе 1. Странам с развитой экономикой следует учитывать негативную обратную связь вследствие эффектов второго порядка, которые разовьются в результате сокращения притоков капитала в страны с формирующимся рынком. За счет стабилизации своих внутренних финансовых систем страны с развитой экономикой могут способствовать снижению стресса в странах с формирующимся рынком. Полезную роль может сыграть поддержка банков стран с развитой экономикой, особенно характеризующихся масштабным присутствием в странах с формирующимся рынком при условии, что такая поддержка не будет предоставляться на условиях, препятствующих кредитованию за рубежом. В более общем смысле, повышение степени координации и сотрудничества между органами надзора стран происхождения и принимающих стран будет играть критически важную роль в предотвращении негативных вторичных эффектов мер политики внутри отдельных стран.

Более того, по мере дальнейшего развития финансового кризиса необходимо укрепить официальную поддержку доступа стран с формирующимся рынком к внешнему финансированию, чтобы ограничить порочные круги обратного воздействия потрясений через эффекты второго порядка. Примеры таких мер включают линии свопов, открытые для различных стран с формирующимся рынком Федеральным резервным банком США и Европейским центральным банком, расширение Чيانгмайской инициативы и увеличение доступных для таких стран ресурсов МВФ и других многосторонних учреждений.

В сочетании с этими усилиями странам с формирующимся рынком необходимо обеспечивать защиту своих финансовых систем и проводить осторожные меры макроэкономической политики, в максимально возможной степени обеспечивающие антициклическую поддержку, но одновременно им следует также поддерживать доверие к устойчивости их политики. Для многих постра-

давших стран Европы с формирующимся рынком некоторую стабильность обеспечили членство в Европейском союзе и закрепляющая роль планируемого введения евро. Однако, как отмечается в главе 2, такие меры политики должны дополняться планами взаимопомощи для расширения возможностей проведения оперативных и целенаправленных ответных действий при возникновении любых новых кризисных ситуаций.

В более общем смысле, растущая финансовая интеграция является неотъемлемым элементом процветания мировой экономики. Однако с углублением международных финансовых связей она также повышает вероятность передачи финансового стресса между странами. Поэтому для стран с надлежащей системой управления, которые открывают свою экономику для остального мира, целесообразно предложить механизмы расширенного многостороннего страхования от внешних кризисов (см. IMF, 2009).

Приложение 4.1. Индекс финансового стресса для стран с формирующимся рынком

Основным автором данного приложения является Селим Элекдаг.

В настоящем приложении описываются компоненты и методология построения индекса финансового стресса для стран с формирующимся рынком (ИФС-ФР). ИФС-ФР состоит из четырех рыночных ценовых индикаторов и индекса давления валютного рынка (ИДВР). Из каждого компонента вычитается его среднее, он масштабируется по величине, обратной его стандартному отклонению, а затем все эти компоненты складываются для получения индекса. Такая комбинация с равнодисперсионными весами имеет то преимущество, что крупные колебания одного из компонентов не оказывают доминирующего влияния на общий индекс. Образование индекса путем сложения также позволяет проводить его простое разложение на вклады, вносимые каждым из субиндексов. Даты пиков и низших точек индекса устойчивы к использованию иных методов взвешивания компонентов, в том числе, например, основанных на анализе основных компонентов.

Пять компонентов ИФС-ФР представлены ИДВР, суверенными спредами, «бетой банковского сектора», обозначаемой β , приростом фондового рынка и изменчивостью прироста фондового рынка с течением времени. Эти компоненты можно объединить следующим образом:

Рисунок 4.17. Стресс в странах с формирующимся рынком: общий временной компонент и стресс в странах с развитой экономикой

(Уровень индекса)



Источник: расчеты персонала МВФ.

$ИФС-ФР = ИДВР + суверенные спреды + \beta +$
прирост фондового рынка + изменчивость фон-
дового рынка.

Более подробное описание этих пяти компонентов приводится ниже.

Индекс давления валютного рынка для страны i и месяца t рассчитывается следующим образом:

$$EMPI_{i,t} = \frac{(\Delta e_{i,t} - \mu_{\Delta e})}{\sigma_{\Delta e}} - \frac{(\Delta RES_{i,t} - \mu_{\Delta RES})}{\sigma_{\Delta RES}},$$

где EMPI — это ИДВР, а Δe и ΔRES обозначают по-месячные процентные изменения обменного курса и совокупных резервов за вычетом золота, соответственно. Обменный курс представлен относительно базисной страны, как обсуждается в работе Levy-Yeyati and Sturzenegger (2005). Символы μ и σ обозначают, соответственно, среднее значение и стандартное отклонение рядов, к которым они относятся; иными словами, каждый компонент ИДВР является нормализованным. Дальнейшее расширение индекса позволяет учесть эпизоды гиперинфляции, определяемые как случаи, когда годовая инфляция превышает 150 процентов. В таких случаях среднее значение и стандартные отклонения рассчитывались для эпизодов с присутствием гиперинфляции и для эпизодов без гиперинфляции.

Суверенные спреды рассчитываются с использованием глобальных спредов JPMorgan EMBI и определяются как доходность по облигациям за вычетом доходности по 10-летним бумагам Казначейства США. При отсутствии данных по EMBI использовались данные о спредах по пятилетним свопам кредитного дефолта.

Бета для банковского сектора представлена бетой из стандартной модели расчета цен на капитальные активы (CAPM), обозначена β и определяется как:

$$\beta_t = \frac{COV(r_t^M, r_t^B)}{\sigma_M^2},$$

где r представляет годовой банковский или рыночный прирост, рассчитываемый за 12-месячные скользящие периоды. В соответствии CAPM, бета больше единицы — означающая, что курсы банковских акций меняются непропорционально сильно по сравнению с общим фондовым рынком, — свидетельствует о том, что банковский сектор является относительно рискованным и имеется более высокая вероятность банковского кризиса. Дальнейшим уточнением этого показателя

теля является включение его значения только в тех случаях, когда банковский прирост ниже общего рыночного, с тем чтобы лучше отразить финансовый стресс, связанный с банковским сектором.

Прирост фондового рынка представлен помесячными изменениями в фондовом индексе, умноженными на -1 , с тем чтобы снижение курсов акций соответствовало повышению стресса, связанного с рынком ценных бумаг.

Последним компонентом является изменчивость прироста фондового рынка с течением времени, получаемая из модели GARCH(1,1) с использованием помесячного реального прироста, моделируемого как авторегрессивный процесс с 12 лагами. Повышение изменчивости свидетельствует о росте неопределенности и о более высоком финансовом стрессе, соответственно.

ИФС-ФР строится для 26 стран за период с января 1997 года по декабрь 2008 года. В выборку включены следующие страны: Аргентина, Бразилия, Венгрия, Египет, Израиль, Индия, Индонезия, Китай, Колумбия, Корея, Малайзия, Марокко, Мексика, Пакистан, Перу, Польша, Россия, Словацкая Республика, Словения, Таиланд, Турция, Филиппины, Чешская Республика, Чили, Шри-Ланка и ЮАР. Однако, поскольку ряды по некоторым из стран являются слишком короткими, в эконометрическом анализе использованы только данные по 18 странам (перечисленным в основном тексте).

Помимо отражения наиболее значимых эпизодов финансового стресса, переживавшихся странами с формирующимся рынком, ИФС-ФР также показывает хорошие результаты при его сравнении с предыдущими академическими исследованиями. В частности, субкомпоненты ИФС-ФР четко указывают на вид кризиса, о котором они призваны сигнализировать⁵³. Например, компонент ИДВР (данные по которому имеются с 1980 года и далее и который доступен по значительно большему числу стран) показывает более 80 процентов валютных кризисов, отмеченных в литературе. Напомним, что ряд ИФС-ФР начинается с конца 1996 года, и, соответственно ожиданиям, компонент суверенного спреда индекса верно указы-

⁵³Следуя подходу, принятому в литературе, эпизод финансового стресса определяется как период, когда индекс по стране превышает свое среднее значение на 1,5 стандартного отклонения. Основными рассмотренными работами были следующие: Chamon, Manasse, and Prati (2007); Calvo, Izquierdo, and Mejia (2008); Rothenberg and Warnock (2006); Kaminsky and Reinhart (1999); Edison (2003); Reinhart and Reinhart (2008); Eichengreen and Bordo (2002); Demirgüç-Kunt, Detragiache, and Gupta (2006); Laeven and Valencia (2008); Honohan and Laeven (2005); Reinhart and Rogoff (2008, 2009).

Таблица 4.4. Стресс в странах с формирующимся рынком — определяющие факторы общего временного тренда¹

Финансовый стресс (страны с развитой экономикой)	0,49*** (0,04)	0,47*** (0,05)
Рост промышленного производства (страны с развитой экономикой)		-0,05 (0,08)
Рост цен на биржевые товары		-0,03*** (0,01)
Трехмесячная ставка ЛИБОР		0,06 (0,08)
Константа	-0,11 (0,11)	0,18 (0,28)
Наблюдения	156	131
R^2	0,45	0,57

Источник: расчеты персонала МВФ.

¹В скобках показаны устойчивые стандартные ошибки; обозначения ***, ** и * указывают на статистическую значимость на 1-, 5- и 10-процентном уровне, соответственно. Общий временной тренд получен из фиксированных во времени коэффициентов месячной панельной модели стресса в странах с формирующимся рынком в 1997–2008 годы.

вает на все кризисы, связанные с долгом (Аргентина, 2002 и 2005 годы; Корея, 1998 год; Мексика, 1995 год; Россия, 1998 год). И наконец, компонент, связанный с рынком ценных бумаг (основанный на бете банковского сектора, приросте фондового рынка и изменчивости) указывает на восемь из девяти выявленных в рассмотренной литературе кризисов, связанных с банками.

Приложение 4.2. Финансовый стресс в странах с формирующимся рынком — эконометрический анализ

Основными авторами данного приложения являются Стефан Даннингер и Ирина Тайтелл.

Эконометрические выводы, рассматриваемые в данной главе, основаны на трех взаимодополняющих процедурах:

- оценке общего, меняющегося с течением времени компонента ИФС-ФР и его связи с ИФС-РС и другими глобальными факторами;
- анализе совместной динамики финансового стресса между странами с формирующимся рынком и странами с развитой экономикой на панельном наборе данных, основанных на месячных данных;
- анализе определяющих факторов финансового стресса в странах с формирующимся рынком на панельном наборе данных, основанных на годовых данных.

Анализ общего, меняющегося с течением времени компонента в ИФС-ФР

В рамках первой процедуры проводится более четкое исследование степени совместной динамики финансового стресса между странами с формирующимся рынком, представленной на рис. 4.5. На первом этапе этой процедуры проводится расчет регрессии месячных панельных данных по страновым и привязанным к определенным моментам времени эффектам, где месяц означает условную переменную для месяца t в наборе данных.

$$EMFSI_{it} = \alpha_i + \sum_t \rho^t Month_t + \varepsilon_{it}.$$

Полученный временной ряд коэффициента $\{\rho^t\}$ измеряет общий, меняющийся с течением времени элемент стресса в странах с формирующимся рынком. Этот компонент имеет статистически значимую объясняющую способность, и на него приходится 50 процентов общей вариации ИФС-ФР.

Визуальное сравнение временного ряда $\{\rho^t\}$ и совокупного индекса стресса для стран с развитой экономикой (ИФС-РС) показывает высокую степень совместной динамики (рис. 4.17). На втором этапе производится более глубокое исследование этой связи путем эмпирической оценки следующей модели:

$$\rho^t = \alpha + \beta AEF SI_t + \sum_g \gamma^g GF_t^g + \varepsilon_t.$$

В этой модели общий временной компонент ρ^t соотносится с индексом стресса в странах с развитой экономикой и глобальными факторами. Последние включают годовые изменения в мировом промышленном производстве и совокупные цены на биржевые товары, а также трехмесячную ставку ЛИБОР. В таблице 4.4 в общей форме представлены результаты. Наиболее важной объясняющей переменной для общего временного компонента ρ^t является стресс в странах с развитой экономикой (он объясняет 42 процента вариации ρ^t). Глобальные факторы также играют роль, но они имеют сравнительно меньшую объясняющую способность. В целом модель демонстрирует хорошую согласованность с данными, а R^2 на уровне 0,57 свидетельствует о том, что стресс в странах с развитой экономикой играет важную роль в предсказании стресса в странах с формирующимся рынком.

Анализ совместной динамики финансового стресса

Вторая процедура основана на двухэтапном подходе, описанном в работе Forbes and Chinn (2004). На первом этапе строится модель индек-

са финансового стресса для каждой страны с формирующимся рынком i (ИФС-ФР) как функция от индекса финансового стресса стран с развитой экономикой (ИФС-РС), ряда глобальных факторов (GF) и специфической для каждой конкретной страны константы:

$$EMFSI_{it} = \alpha_i + \sum_c \beta_i^c AEF SI_t^c + \sum_g \gamma_i^g GF_t^g + \varepsilon_{it}.$$

Глобальные факторы включают те же переменные, которые были названы выше. В зависимости от спецификации ИФС-РС представляет собой либо 1) совокупный индекс по 17 крупнейшим странам с развитой экономикой, либо 2) три отдельных совокупных индекса по США и Канаде, Западной Европе, а также Японии и Австралии, а в качестве весов в обоих случаях в нем используются ВВП по паритету покупательной способности. Представляющим интерес коэффициентом в этой модели является β_i — эта величина отражает параметры совместной динамики финансового стресса между странами с формирующимся рынком и странами с развитой экономикой.

Поскольку параметры совместной динамики меняются с течением времени, особенно между периодами финансового стресса и периодами финансового спокойствия, допускается, чтобы β_i были различными для разных периодов. В выборку, использованную для оценки модели, попадает два эпизода финансового стресса в странах с развитой экономикой, определяемых как периоды, в течение которых, по крайней мере в некоторых странах с развитой экономикой, почти все время наблюдался высокий стресс. Первый эпизод продолжался с июля 1998 года до июня 2003 года и включал крах Long-Term Capital Management, обвал интернет-компаний и банкротство компаний WorldCom, Enron и Arthur Andersen. Второй эпизод продолжался с июля 2007 года и захватывает текущие финансовые потрясения⁵⁴. Чтобы допустить возможность изменения β_i от периода к периоду, модель видоизменяется следующим образом:

$$EMFSI_{it} = \alpha_i + \sum_c (\beta_i^c AEF SI_t^c + \beta_{1i}^c D_1 AEF SI_t^c + \beta_{2i}^c D_2 AEF SI_t^c) + \sum_g \gamma_i^g GF_t^g + \varepsilon_{it}.$$

⁵⁴ В выборку также попадает кризис в Азии 1997–1998 годов. Однако поскольку он не был связан с финансовым стрессом в странах с развитой экономикой, параметры совместной динамики, относящиеся к этому эпизоду, не представляют особого интереса для данного анализа. При этом чтобы учесть более высокие уровни финансового стресса в странах с формирующейся экономикой в течение этого периода, в модель включена условная переменная для периода с января 1997 года по июнь 1998 года.

Здесь D_1 и D_2 обозначены условные переменные для двух эпизодов стресса. Соответственно, параметры совместной динамики для этих эпизодов могут быть рассчитаны как $\beta_i^c + \beta_{1i}^c$ и $\beta_i^c + \beta_{2i}^c$ соответственно.

Передача финансового стресса может не быть мгновенной, поэтому в модель включаются все переменные с лагами, помимо значений, совместно приходящихся на каждый отдельный момент времени. Стандартные критерии продолжительности лага рекомендовали использование в модели одного или двух лагов, что свидетельствует о быстрой передаче воздействия. Следуя информационному критерию Шварца, в модель добавлены переменные с одним лагом, что дает:

$$EMFSI_{it} = \alpha_i + \sum_{l=0,1}^c (\beta_i^{cl} AEFSSI_{t-l}^c + \beta_{1i}^{cl} D_1 AEFSSI_{t-l}^c + \beta_{2i}^{cl} D_2 AEFSSI_{t-l}^c) + \sum_g \sum_{l=0,1}^g \gamma_i^{gl} GF_{t-l}^g + \lambda_i EMFSI_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

Параметром, представляющим первоочередной интерес, является общее влияние эффекта совместной динамики на стресс в странах с формирующимся рынком через один месяц. В его расчете должна учитываться структура модели с лаговыми значениями переменных. В частности, совокупная передача воздействия стресса стран с развитой экономикой представляет собой сумму *прямого* воздействия (одновременного и запаздывающего) и *косвенного* воздействия через запаздывающий стресс в странах с формирующимся рынком (через λ_i). На весь период выборки этот комбинированный эффект передачи воздействия после одного лага может быть рассчитан как $\beta_i^c = \beta_i^{c0} + \beta_i^{c1} + \beta_i^{c0} \lambda_i$. Здесь для первого эпизода стресса $\beta_{1i}^c = (\beta_i^{c0} + \beta_{1i}^{c0}) + (\beta_i^{c1} + \beta_{1i}^{c1}) + (\beta_i^{c0} + \beta_{1i}^{c0}) \lambda_i$, а для второго эпизода стресса $\beta_{2i}^c = (\beta_i^{c0} + \beta_{2i}^{c0}) + (\beta_i^{c1} + \beta_{2i}^{c1}) + (\beta_i^{c0} + \beta_{1i}^{c0}) \lambda_i$.

Эта динамическая спецификация модели оценивается на месячных данных отдельно для каждой из 18 стран, по которым имеются значения ИФС-ФР за период с января 1997 года по ноябрь 2008 года. Эти страны: Аргентина, Бразилия, Венгрия, Египет, Китай, Колумбия, Корея, Малайзия, Марокко, Мексика, Пакистан, Перу, Польша, Таиланд, Турция, Филиппины, Чили и ЮАР. По некоторым странам ряд данных по ИФС-ФР короче, в том числе по Китаю (заканчивается в апреле 2008 года), Колумбии (начинается с марта 1997 года), Перу (начинается с апреля 1997 года), Таиланду (начинается с июня 1997 года), Корее и Филиппинам (начинается с декабря 1997 года), Венгрии (начинается с января 1999 года), Чили (начинается с мая 1999 года),

Пакистану (начинается с июля 2001 года) и Египту (начинается с августа 2001 года)⁵⁵. Модель показывает хорошее соответствие данным, и R^2 находится в пределах от 0,5 до 0,8. Полученные в результате оценки модели параметры совместной динамики представлены на рис. 4.11.

На втором этапе параметры совместной динамики моделируются как функция от торговых (TL) и финансовых (FL) связей между странами с формирующимся рынком и регионами с развитым рынком, других значимых факторов (X) и специфических для конкретных стран фиксированных эффектов:

$$\beta_i^c = \alpha_i + \sum_k \alpha_k FL_{ik}^c + \sum_l \alpha_l TL_{il}^c + \sum_m \alpha_m X_{im}^c + \varepsilon_{ic}$$

Эта модель оценивается на двухмерном наборе данных по 16 странам с формирующимся рынком и трем регионам с развитым рынком (США и Канада, Западная Европа, Япония и Австралия)⁵⁶.

Финансовые связи (FL) включают банковское кредитование, портфельные инвестиции и прямые инвестиции. Для каждой из стран с формирующимся рынком они измеряются как совокупные обязательства по отношению к каждому из регионов с развитым рынком (и совокупные активы в этих регионах в случае авуаров портфельных инвестиций) относительно ВВП. Источниками данных были Консолидированная банковская статистика Банка международных расчетов, Координированное обследование портфельных инвестиций МВФ и Статистика международных прямых инвестиций Организации экономического сотрудничества и развития. Определения регионов с развитым рынком различаются для каждой из этих связей вследствие различий в имеющихся данных за представляющий интерес период. В страны с развитой экономикой, рассматриваемые в данной главе, вошли Австралия, Австрия, Бельгия, Германия, Дания, Испания, Италия, Канада, Нидерланды, Норвегия, Соединенное Королевство, США, Финляндия, Франция, Швейцария, Швеция и Япония. В показатели банковских связей не входят Австралия, Дания и Норвегия. Портфельные связи не включают Финляндию, а также Германию и Швейцарию в период до 2001 года (эти страны не участвовали в обследовании 1997 года, хотя они представили данные для годовых обследований, которые начали проводить-

⁵⁵Для Пакистана и Египта параметры совместной динамики для первого эпизода стресса оценить не удалось.

⁵⁶Поскольку для первого эпизода стресса не удалось оценить параметры совместной динамики для Пакистана и Египта, эти две страны не включены в процедуры оценки второго этапа.

Таблица 4.5. Стресс в странах с формирующимся рынком — специфические для конкретных стран эффекты и взаимодействие со стрессом в странах с развитой экономикой¹

	Индекс финансового стресса в странах с формирующимся рынком			
	(1)	(2)	(3)	(4)
Финансовый стресс (страны с развитой экономикой)	0,62*** (0,06)	0,63*** (0,06)	0,64*** (0,06)	0,65*** (0,10)
Трехмесячная ставка ЛИБОР	0,12 (0,10)	0,12 (0,10)	0,13 (0,10)	0,12 (0,10)
Глобальный экономический рост	-0,55** (0,19)	-0,55** (0,20)	-0,56** (0,20)	-0,55** (0,21)
Условия торговли биржевыми товарами (рост)	-0,03 (0,02)	-0,03 (0,02)	-0,03 (0,02)	-0,03 (0,02)
Открытость в финансовой сфере (t-1) ²	0,02** (0,01)	0,02** (0,01)	0,02** (0,01)	0,02** (0,01)
Открытость в торговле (t-1) ³	-0,07* (0,04)	-0,08** (0,04)	-0,07** (0,03)	-0,07* (0,04)
Счет текущих операций (t-1) ⁴	-0,13*** (0,04)	-0,12** (0,05)	-0,14*** (0,04)	-0,13*** (0,04)
Сальдо бюджета (t-1) ⁴	-0,18* (0,09)	-0,18* (0,09)	-0,20** (0,09)	-0,18* (0,09)
Валютные резервы (t-1) ⁵	-0,09 (0,06)	-0,09 (0,06)	-0,09 (0,06)	-0,09 (0,07)
Счет текущих операций (t-1) ⁴ × финансовый стресс (страны с развитой экономикой)		-0,01 (0,01)		
Сальдо бюджета (t-1) ⁴ × финансовый стресс (страны с развитой экономикой)			0,01 (0,02)	
Валютные резервы (t-1) ⁵ × финансовый стресс (страны с развитой экономикой)				-0,00 (0,00)
Константа	5,37*** (1,79)	5,54*** (1,86)	5,28** (1,85)	5,38*** (1,79)
Наблюдения	210	210	210	210
R ² (совокупн.)	0,63	0,62	0,62	0,62
R ² (между)	0,20	0,20	0,20	0,20
R ² (внутри)	0,52	0,52	0,52	0,52
Страны	18	18	18	18

Источник: расчеты персонала МВФ.

¹В скобках показаны устойчивые стандартные ошибки; обозначения ***, ** и * указывают на статистическую значимость на 1-, 5- и 10-процентном уровне, соответственно. Все регрессии включают страновые эффекты.

²Отношение суммы иностранных активов и обязательств к ВВП.

³Отношение суммы экспорта и импорта к ВВП.

⁴В процентах ВВП.

⁵Валовые валютные резервы в процентах ВВП.

ся в 2001 году). Связи в форме прямых инвестиций не включают Бельгию, Испанию и Швецию^{57,58}.

⁵⁷Кроме того, состав данных по регионам с развитым рынком несколько меняется вследствие различий в представляемых конкретными странами данных. Следует также отметить, что для заполнения отсутствующих значений рассчитанных показателей связей была использована интерполяция (особенно в случае портфельных связей между обследованиями 1997 года и 2001 года). Более подробную информацию об этих наборах данных можно найти по следующим адресам: www.bis.org/statistics/consstats.htm, www.imf.org/external/np/sta/pi/datarsl.htm и www.oecd.org/document/19/0,3343,en_2649_33763_37296339_1_1_1_1,00.html.

⁵⁸Данные по портфельным инвестициям скорректированы на смещение, обусловленное офшорными центрами, для чего был использован метод поправок, основанный на

Торговые связи (TL) представлены совокупным экспортом в каждый из регионов с развитым рынком (согласно данным, представленным странами с развитой экономикой) относительно ВВП каждой из стран с формирующимся рынком. Источником данных по данному виду связи является «Статистика географической структу-

распределении портфельных инвестиций стран-источников (см. Lane and Milesi-Ferretti, 2008). Эта поправка основана на той предпосылке, что средства, инвестируемые в офшорный центр страной-источником, инвестируются этим офшорным центром точно таким же образом, как и средства, инвестируемые за границей непосредственно страной-источником этих средств.

ры торговли» МВФ. Другие значимые факторы (X) включают торговую и финансовую открытость, соответственно, измеряемые отношением суммы экспорта и импорта к ВВП и отношением суммы внешних активов и внешних обязательств к ВВП. Эти данные получены из базы данных «Перспектив развития мировой экономики» МВФ и базы данных о внешнем богатстве стран (External Wealth of Nations Database) (см. Lane and Milesi-Ferretti, 2006). Кроме того, некоторые спецификации включают условные переменные для США и Канады и для Западной Европы.

Модель оценивается отдельно для каждого из двух эпизодов финансового стресса в странах с развитой экономикой, используя средние значения переменных на правой стороне уравнения за соответствующие периоды. Основные результаты представлены в таблице 4.2.

В то время как представляется, что связи играют большую роль в передаче влияния кризиса, дальнейшее тестирование показало, что специфические для конкретных стран факторы уязвимости (такие как дефициты счета текущих операций или бюджетные дефициты) не являются принципиально важным элементом механизма передачи воздействия (то есть они не связаны с β_t)⁵⁹.

Анализ других специфических страновых эффектов с использованием годовых данных

В рамках третьей процедуры индекс финансового стресса агрегируется в годовые значения, и к нему добавляются специфические для конкретных стран переменные, данные по которым доступны только с годовой периодичностью. Годовое агрегирование месячных данных по стрессу проводится в два этапа. Сначала рассчитываются средние квартальные уровни стресса. Затем для годового индекса выбирается квартал с самым высоким стрессом. Альтернативная спецификация с использованием 12-месячных средних дает сходные результаты с точки зрения статистической значи-

⁵⁹Одним из объяснений этого факта является то, что активные финансовые связи, например, через банковское кредитование, тесно связаны с повышением факторов уязвимости, таких как хронические дефициты счетов текущих операций. Эмпирическая проверка показывает, что масштабы финансовых связей положительно коррелируют с величиной дефицитов счетов текущих операций. Следовательно, наблюдение, что финансовый стресс распространился сначала на более уязвимые страны, согласуется с выводом, что движущей силой передачи стресса являются названные связи.

мости, но указывает на более низкие уровни передачи воздействия (β).

Как и выше, ИФС-ФР моделируется как функция от индекса финансового стресса в странах с развитой экономикой (ИФС-РС_t), глобальных факторов (GF_t) и специфических для конкретных стран переменных (X_{it}). Кроме того, в модели проводится тестирование на присутствие эффектов взаимодействия между стрессом в странах с развитой экономикой и специфическими страновыми характеристиками (ИФС-РС_t × X_{it}). Последний член включается в модель для оценки того, остаются ли справедливыми на годовых данных выводы месячной модели о том, что специфические для конкретных стран факторы уязвимости не оказывают влияния на процесс передачи стресса:

$$EMFSI_{it} = \alpha_i + \beta AEFISI_t + \delta X_{it} + \lambda AEFISI_t \times X_{it} + \gamma GF_t + \varepsilon_{it}.$$

Глобальные факторы включают аналогичный месячной панельной модели набор переменных, а именно: годовые изменения в реальном мировом объеме производства, изменения в условиях торговли биржевыми товарами и трехмесячную ЛИБОР⁶⁰. В отличие от месячных рядов, коэффициенты передачи воздействия являются фиксированными по странам и временным периодам, поскольку годовые данные не позволяют провести разграничение коэффициентов по отдельным странам, временным периодам или регионам инвесторов. Представляющими интерес коэффициентами являются β — средний параметр совместной динамики, δ — прямое влияние специфических для конкретных стран переменных на стресс и λ — коэффициент, измеряющий косвенные влияния этих переменных на передачу стресса.

В таблице 4.5 в сводной форме представлены результаты регрессий по панели годовых данных. Средний параметр совместной динамики β имеет высокую статистическую значимость и находится в интервале от 0,60 до 0,65, что согласуется с оценками β , полученными в рамках модели на месячных данных. Последние три модели служат для тестирования того, сказываются ли на передаче влияния специфические для конкретных стран факторы уязвимости (сальдо счета текущих опе-

⁶⁰Условия торговли биржевыми товарами — это отношение взвешенных по объемам торговли цен на экспорт биржевых товаров к взвешенным по объемам торговли ценам на импорт биржевых товаров (см. Spatafora and Tytell, готовится к печати).

раций, сальдо бюджета и резервное покрытие), за счет включения коэффициентов взаимодействия между переменными. Ни один из членов взаимодействия не является статистически значимым, что согласуется с результатами, полученными на основе месячных данных, где было обнаружено, что в передаче влияния существенную роль играют только финансовые и торговые связи.

Литература

- Abeysinghe, Tilak, and Kristin Forbes, 2005, "Trade Linkages and Output-Multiplier Effects: A Structural VAR Approach with a Focus on Asia," *Review of International Economics*, Vol. 13, No. 2, pp. 356–75.
- Aydin, Burcu, 2008, "Banking Structure and Credit Growth in Central and Eastern European Countries," IMF Working Paper 08/215 (Washington: International Monetary Fund).
- Batini, Nicoletta, and Douglas Laxton, 2005, "Under What Conditions Can Inflation Targeting Be Adopted? The Experience of Emerging Markets," paper presented at the ninth annual conference of the Central Bank of Chile (Santiago, Chile).
- Broner, Fernando, Gaston Gelos, and Carmen Reinhart, 2006, "When in Peril, Retrench: Testing the Portfolio Channel of Contagion," *Journal of International Economics*, Vol. 69 (June), pp. 203–30.
- Bunda, Irina, A. Javier Hamann, and Subir Lall, forthcoming, "Correlations in Emerging Market Bonds: The Role of Local and Global Factors," *Emerging Markets Review*.
- Calvo, Guillermo A., 2005, *Emerging Capital Markets in Turmoil: Bad Luck or Bad Policy?* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).
- , Alejandro Izquierdo, and Luis-Fernando Mejía, 2004, "On the Empirics of Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects," NBER Working Paper No. 10520 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- , 2008, "Systemic Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects and Financial Integration," NBER Working Paper No. 14026 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Calvo, Guillermo A., and Carmen Reinhart, 2002, "Fear of Floating," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117 (May), pp. 379–408; reprinted in Calvo (2005).
- Caramazza, Francesco, Luca Antonio Ricci, and Ranil Salgado, 2000, "Trade and Financial Contagion in Currency Crises," IMF Working Paper 00/55 (Washington: International Monetary Fund).
- Cardarelli, Roberto, Selim Elekdag, and Subir Lall, forthcoming, "Financial Stress, Downturns, and Recoveries," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Cetorelli, Nicola, and Linda Goldberg, 2008, "Banking Globalization and Monetary Transmission," Federal Reserve Bank of New York Staff Report (New York: Federal Reserve Bank of New York).
- Chamon, Marcos, Paolo Manasse, and Alessandro Prati, 2007, "Can We Predict the Next Capital Account Crisis?" *IMF Staff Papers*, Vol. 54, No. 2, pp. 270–305.
- Chui, Michael K.F., Simon Hall, and Ashley Taylor, 2004, "Crisis Spillovers in Emerging Market Economies: Interlinkages, Vulnerabilities and Investor Behaviour," Bank of England Working Paper No. 212 (London: Bank of England).
- Claessens, Stijn, Neeltje Van Horen, Tugba Gurcanlar, and Joaquin Mercado, 2008, "Foreign Bank Presence in Developing Countries 1995–2006: Data and Trends" (unpublished; Washington: World Bank, March).
- Demirgüç-Kunt, Asli, Ross Levine, and Hong-Ghi Min, 1998, "Opening to Foreign Banks: Issues of Stability, Efficiency, and Growth," in *The Implications of Globalization of World Financial Markets*, ed. by Seongtae Lee (Seoul: Bank of Korea).
- Demirgüç-Kunt, Asli, Enrica Detragiache, and Poonam Gupta, 2006, "Inside the Crisis: An Empirical Analysis of Banking Systems in Distress," *Journal of International Money and Finance*, Vol. 25 (August), pp. 702–18.
- Detragiache, Enrica, and Poonam Gupta, 2004, "Foreign Banks in Emerging Market Crises: Evidence from Malaysia," IMF Working Paper 04/129 (Washington: International Monetary Fund).
- Detragiache, Enrica, Thierry Tresselt, and Poonam Gupta, 2006, "Foreign Banks in Poor Countries: Theory and Evidence," IMF Working Paper 06/18 (Washington: International Monetary Fund).
- Edison, Hali J., 2003, "Do Indicators of Financial Crises Work? An Evaluation of an Early Warning System," *International Journal of Finance and Economics*, Vol. 8, No. 1, pp. 11–53.
- Edwards, Sebastian, 2005, "Capital Controls, Sudden Stops, and Current Account Reversals," NBER Working Paper No. 11170 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Eichengreen, Barry J., and Michael D. Bordo, 2002, "Crises Now and Then: What Lessons from the Last Era of Financial Globalization," NBER Working Paper No. 8716 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

- Eichengreen, Barry, Poonam Gupta, and Ashoka Mody, 2006, "Sudden Stops and IMF-Supported Programs," IMF Working Paper 06/101 (Washington: International Monetary Fund).
- Eichengreen, Barry, Andrew Rose, and Charles Wyplosz, 1996, "Contagious Currency Crises," NBER Working Paper No. 5681 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Eichengreen, Barry, and Andrew Rose, 1999, "Contagious Currency Crises: Channels of Conveyance," in *Changes in Exchange Rates in Rapidly Developing Economies*, ed. by Takatoshi Ito and Anne Krueger (Chicago: University of Chicago Press).
- Forbes, Kristin, 2001, "Are Trade Linkages Important Determinants of Country Vulnerability to Crises?" NBER Working Paper No. 8194 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- , and Menzie D. Chinn, 2004, "A Decomposition of Global Linkages in Financial Markets Over Time," *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 86, No. 3, pp. 705–22.
- Fratzcher, Marcel, 2000, "On Currency Crises and Contagion," Peterson Institute for International Economics Working Paper No. 00–9 (Washington: Peterson Institute for International Economics).
- Ghosh, Atish, 2006, "Capital Account Crises: Lessons for Crisis Prevention," paper prepared for the High-Level Seminar on Crisis Prevention, Singapore, July 10–11.
- Glick, Reuven, and Andrew K. Rose, 1999, "Contagion and Trade: Why Are Currency Crises Regional?" *Journal of International Money and Finance*, Vol. 18 (August), pp. 603–17.
- Goldberg, Linda, 2008, "Understanding Banking Sector Globalization" (New York: Federal Reserve Bank of New York). Available at www.newyorkfed.org/research/economists/goldberg/lgimf-staff07282008.pdf.
- González-Hermosillo, Brenda, 2008, "Investors' Risk Appetite and Global Financial Market Conditions," IMF Working Paper 08/85 (Washington: International Monetary Fund).
- Honohan, Patrick, and Luc Laeven, eds., 2005, *Systemic Financial Crises: Containment and Resolution* (Cambridge, United Kingdom: Cambridge University Press).
- Illing, Mark, and Ying Liu, 2006, "Measuring Financial Stress in a Developed Country: An Application to Canada," *Journal of Financial Stability*, Vol. 2 (October), pp. 243–65.
- Imbs, Jean, 2006, "The Real Effects of Financial Integration," *Journal of International Economics*, Vol. 68, No. 2, pp. 296–324.
- International Monetary Fund (IMF), 2007, "Reaping the Benefits of Financial Globalization," IMF Discussion Paper (Washington: International Monetary Fund). Available at www.imf.org/external/np/res/docs/2007/0607.htm.
- , 2009, "Initial Lessons of the Crisis," IMF Policy Paper (Washington). Available at www.imf.org/external/pp/longres.aspx?id=4315.
- Kaminsky, Graciela L., and Carmen M. Reinhart, 1999, "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems," *American Economic Review*, Vol. 89 (June) pp. 473–500.
- , 2003, "The Center and the Periphery: The Globalization of Financial Turmoil," NBER Working Paper No. 9479 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Kaminsky, Graciela L., Carmen Reinhart, and Carlos A. Végh, 2004, "When It Rains, It Pours: Pro-cyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies," NBER Working Paper No. 10780 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Kannan, Prakash, and Fritzi Köhler-Geib, forthcoming, "The Uncertainty Channel of Contagion," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Kose, M. Ayhan, Eswar Prasad, Kenneth Rogoff, and Shang-Jin Wei, 2006, "Financial Globalization: A Reappraisal," NBER Working Paper No. 12484, (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Kose M. Ayhan, Eswar Prasad, and Marco E. Terrones, 2005, "How Do Trade and Financial Integration Affect the Relationship between Growth and Volatility?" *Journal of International Economics*, Vol. 69 (June), pp. 176–202.
- Laeven, Luc, and Fabian Valencia, 2008, "Systemic Banking Crises: A New Database," IMF Working Paper 08/250 (Washington: International Monetary Fund).
- Lane, Philip R., and Gian Maria Milesi-Ferretti, 2006, "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970–2004," IMF Working Paper 06/69 (Washington: International Monetary Fund).
- , 2008, "Portfolio Investment through Offshore Countries" (unpublished).

- Levy-Yeyati, Eduardo, and Federico Sturzenegger, 2005, "Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words," *European Economic Review*, Vol. 49, No. 6, pp. 1603–35.
- Mecagni, Mauro, Ruben Atoyan, David Hofman, and Dimitri Tzanninis, 2007, "The Duration of Capital Account Crises—An Empirical Analysis," IMF Working Paper 07/258 (Washington: International Monetary Fund).
- Mühleisen, Martin, Shaun K. Roache, and Jeromin Zettelmeyer, 2008, *Who's Driving Whom? Analyzing External and Intra-Regional Linkages in the Americas* (Washington: International Monetary Fund).
- Peek, Joe, and Eric Rosengren, 1997, "The International Transmission of Financial Shocks: The Case of Japan," *American Economic Review*, Vol. 87, No. 4, pp. 495–505.
- , 2000, "Collateral Damage: Effects of the Japanese Bank Crisis on Real Activity in the United States," *American Economic Review*, Vol. 90, No. 1, pp. 30–45.
- Pons-Novell, Jordi, 2003, "Strategic Bias, Herding Behaviour and Economic Forecasts," *Journal of Forecasting*, Vol. 22, No. 1, pp. 67–77.
- Ramakrishnan, Uma, and Juan Zaldueño, 2006, "The Role of IMF Support in Crisis Prevention," IMF Working Paper 06/75 (Washington: International Monetary Fund).
- Reinhart, Carmen M., and Vincent Reinhart, 2008, "Capital Flow Bonanzas: An Encompassing View of the Past and Present," paper prepared for the NBER International Seminar in Macroeconomics, June 20–21. Available at www.cepr.org/pubs/new-dps/dplist.asp?dpno=6996.asp.
- Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff, 2008, "This Time Is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises," NBER Working Paper No. 13882 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- , 2009, "The Aftermath of Financial Crises," NBER Working Paper No. 14656 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Rothenberg, Alexander D., and Francis E. Warnock, 2006, "Sudden Flight and True Sudden Stops," NBER Working Paper No. 12726 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Spatafora, Nicola, and Irina Tytell, forthcoming, "Commodity Terms of Trade: The History of Booms and Busts," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Swiston, Andrew, and Tamim Bayoumi, 2008, "Spillovers Across NAFTA," IMF Working Paper 08/3 (Washington: International Monetary Fund).
- Van Rijckeghem, Caroline, and Beatrice Weder, 2001, "Sources of Contagion: Is It Finance or Trade?" *Journal of International Economics*, Vol. 54, No. 2, pp. 293–308.

ОБСУЖДЕНИЕ ПЕРСПЕКТИВ НА ЗАСЕДАНИИ ИСПОЛНИТЕЛЬНОГО СОВЕТА МВФ, АПРЕЛЬ 2009 ГОДА

Приводимые ниже замечания были высказаны исполняющим обязанности председателя при завершении обсуждения Исполнительным советом «Перспектив развития мировой экономики» 13 апреля 2009 года.

Исполнительные директора отметили, что глобальная экономика находится в тисках тяжелой рецессии, вызванной массивным финансовым кризисом и резкой утратой доверия. Со времени выхода в свет октябрьского выпуска «Перспектив развития мировой экономики» 2008 года мировые экономические перспективы значительно ухудшились из-за беспрецедентного сокращения глобальной экономической активности и торговли в результате чрезвычайно широкого распространения финансового кризиса. Сокращение активности, происходившее одновременно во многих странах, усиливало давление на балансы финансовых организаций по мере продолжающегося снижения стоимости активов, что ослабляло стимулы к предоставлению кредитов домашним хозяйствам и корпорациям. Как следствие, усилилась негативная обратная связь между экономической активностью и финансовым сектором. Хотя широкомасштабные и зачастую нетрадиционные ответные меры экономической политики помогли уменьшить наиболее опасные системные риски, стабилизация финансового сектора занимает значительно больше времени, чем предполагалось ранее. Кроме того, кризис, который изначально зародился в странах с развитой экономикой, распространился теперь на страны с формирующимся рынком. Ожидается, что страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны столкнутся с резко сократившимся доступом к внешнему финансированию.

На этом фоне в «Перспективах развития мировой экономики» прогнозируется, что мировой объем производства сократится примерно на 1,3 процента в 2009 году, что, несомненно, будет представлять собой самую глубокую рецессию за период после Второй мировой войны. Ожидается, что в 2010 году экономический рост возобновится, но он будет вялым по сравнению с прошлыми подъемами. Согласно прогнозу, инфляционное давление уменьшится, и ожидается, что в некото-

рых странах с развитой экономикой будут наблюдаться периоды снижения потребительских цен. По оценке персонала МВФ, текущий прогноз является исключительно неопределенным и подвержен значительным рискам снижения темпов по отношению к прогнозу. Ряд директоров высказали предположение о том, что рецессия может стать более продолжительной, учитывая то главное вызывающее озабоченность обстоятельство, что меры политики могут оказаться неспособны прервать негативную обратную связь между ухудшающимися финансовыми условиями и слабеющей экономикой. Однако ряд других директоров указали на некоторые предварительные обнадеживающие признаки в данных по финансовому сектору и реальной экономике, которые могут предвещать более раннее возобновление роста. В свете этой значительной неопределенности и на фоне беспрецедентных обстоятельств директора подчеркнули необходимость сбалансированных и дифференцированных оценок. Директора приветствовали усилия по тщательной интеграции выводов, полученных на основе анализа в «Докладе по вопросам глобальной финансовой стабильности» и «Перспективах развития мировой экономики», и подчеркнули, что такая интеграция должна находить отражение в согласованной и последовательной информационной стратегии при представлении этих документов общественности.

Директора подчеркнули, что мрачные и неопределенные перспективы требуют энергичных действий в области финансовой и макроэкономической политики с тщательным рассмотрением их трансграничных последствий. Директора также признали, что дополнительные меры должны отражать условия в разных странах, меры политики, принятые до настоящего момента, и задачи среднесрочной политики.

Директора согласились с тем, что важнейшим приоритетом экономической политики на данном этапе является реструктуризация финансового сектора, в частности, в целях урегулирования

проблемных активов и рекапитализации слабых, но жизнеспособных организаций. Директора приветствовали различные инициативы, объявленные во многих странах с развитой экономикой и направленные на преодоление серьезных трудностей в финансовых секторах. Однако, признав, что напряженность на рынках сохраняется, а доверие еще далеко не восстановлено, они подчеркнули необходимость проведения твердой политики. Долговременное решение должно подкрепляться вызывающим доверие признанием неблагополучных активов, при поддержке в виде адекватного финансирования, и осуществляться на прозрачной основе. В отношении рекапитализации директора подчеркнули, что усилия должны опираться на тщательную оценку долгосрочной жизнеспособности организаций, и что жизнеспособные банки с недостаточным капиталом должны быть быстро рекапитализованы. Необходимо оперативно провести санацию нежизнеспособных финансовых организаций путем их закрытия, слияния и, возможно, временного перевода в государственную собственность до того момента, когда может быть выработано решение силами частного сектора. Что касается политики в отношении финансового сектора в странах с формирующимся рынком, директора были обнадежены тем, что в ряде стран были предприняты шаги к сохранению потоков торговли и поддержанию кредита корпоративному сектору.

Обращаясь к макроэкономической политике, директора приветствовали согласованные меры, принятые многими странами. Они внесли предложение о том, что денежно-кредитная политика должна и в дальнейшем реагировать на ухудшающиеся перспективы. Хотя во многих странах с развитой экономикой ставки интервенции уже близки к нулю, любое остающееся пространство для проведения политики должно быть использовано быстро. В то же время центральные банки должны подчеркивать свою твердую решимость избежать дефляции путем сохранения либеральных денежно-кредитных условий до тех пор, пока это необходимо. В этой связи директора поддержали обращение к менее традиционным мерам, включая использование собственного баланса центрального банка для поддержания посредничества, особенно на кредитных рынках, функционирование которых нарушено.

Учитывая степень экономического спада и пределы эффективности денежно-кредитной политики, директора подчеркнули, что налогово-бюджетная политика должна продолжать играть ключе-

вую роль в обеспечении краткосрочных стимулов для глобальной экономики. Принимая во внимание то, что в случае утраты доверия возможности для предоставления бюджетной поддержки будут ограничены, директора признали, что перед правительствами стоит сложная задача сохранения баланса между осуществлением краткосрочной политики увеличения расходов, но, при этом, поддержанием уверенности относительно среднесрочных перспектив. Однако эту напряженность можно облегчить, если ориентироваться на временные, высокодейственные меры в рамках стимулов, которые повышают производительный потенциал экономики. Правительства должны дополнять краткосрочные инициативы реформами, направленными на укрепление среднесрочных основ бюджета, в частности, предпринимая вызывающие доверие действия по разрешению налогово-бюджетных проблем, возникающих в связи со старением населения. Кроме того, координация стимулов между странами, располагающими бюджетным пространством, максимизирует выгоды для глобальной экономики. Соответственно, директора приветствовали тот факт, что многие страны вносят вклад в расширение бюджетных расходов в 2009 году, и большинство директоров полагали, что бюджетную поддержку потребуются продолжать предоставлять в 2010 году. Некоторые директора считали преждевременным проводить дальнейшую дискреционную налогово-бюджетную либерализацию, указав на неопределенные лаги и мультипликаторы налогово-бюджетной политики, а также риск того, что такие меры политики могут стать проциклическими, как только начнется возобновление экономического подъема.

Директора выразили обеспокоенность относительно расширяющегося воздействия глобального финансового кризиса на страны с формирующимся рынком, признав при этом наличие значительных межрегиональных и внутрирегиональных различий. Несколько директоров отметили, что многие страны с формирующимся рынком имеют больше возможностей выдержать кризис, чем в предыдущие эпизоды финансового стресса, благодаря улучшившимся экономическим детерминантам и более прочным основам макроэкономической политики. Однако страны Европы с формирующимся рынком понесли самый тяжелый урон, что обусловлено крупными внутренними и внешними дисбалансами некоторых из этих стран. Директора также признали, что меры денежно-кредитной политики, направленные на поддержание экономической активности, могут затруднить

ся необходимостью сохранять внешнюю стабильность в условиях весьма неустойчивых потоков финансирования в ряде стран с формирующимся рынком. В той мере, в которой отечественные центральные банки не в состоянии поставлять необходимую иностранную валюту, центральные банки стран с развитой экономикой, МВФ и другие международные организации могли бы играть полезную роль, используя свои различные кредитные линии и другие механизмы. Директора отметили, что МВФ хорошо оснащен для поддержания таких усилий, в том числе благодаря недавней модернизации его кредитных инструментов, включая новую гибкую кредитную линию.

В отношении более отдаленной перспективы директора отметили, что перед директивными органами стоят важные среднесрочные задачи. Поскольку финансовое регулирование оказалось не в состоянии решить проблемы, связанные с концентрацией риска и несовершенными стимулами, которые составляли подоплеку бума финансовых инноваций, директора в целом согласились с тем, что периметр регулирования должен быть расширен с включением в него всех системно значимых организаций. Что касается макроэкономической политики, значительное продолжающееся расширение балансов центральных банков и бюджетных расходов требует тщательного рассмотрения стратегий выхода и упорядоченного аннулирования текущих позиций по мере улучшения ситуации. Ряд директоров считали, что центральным банкам может потребоваться принять более широкий макропруденциальный подход с уделением должного внимания финансовой стабильности, а также стабильности цен. Органы, занимающиеся разработкой и проведением налогово-бюджетной политики, должны будут снизить дефициты и перевести государственный долг на устойчивую траекторию. Другая задача будет заключаться в поддержании роста производительности по мере возобновления экономического роста, что будет зависеть от продолжающихся реформ товарных рынков и рынков труда и интеграции в глобальные рынки. Странам с низкими доходами следует провести структурные реформы в целях диверсификации источников экономического роста и повышения

устойчивости по отношению к экономическим шокам. Учитывая более слабые перспективы для экспорта, директора отметили также, что высокий рост потребления в Азии может сыграть полезную роль в поддержании роста производства. Некоторые директора считали, что этому может способствовать более гибкое регулирование валютных курсов. Это, наряду с предпринимаемыми в странах с развитой экономикой действиями по воссозданию эффективного финансового посредничества и повышению сбережений в странах, имеющих дефицит, должно содействовать успешному перебалансированию глобальной экономики. Важное значение будет иметь пристальное внимание к размерам и структуре расходов, особенно с учетом неопределенности относительно темпа возврата производства к тренду после возобновления экономического роста.

Директора согласились с необходимостью укрепить координацию и сотрудничество в международной политике. Сотрудничество является особенно актуальным для финансовой политики ввиду крупных вторичных эффектов, которые могут вызывать меры внутренней политики для других стран. Конкретные системы мер политики будут надлежащим образом различаться от страны к стране, но директивным органам следует избегать мер (таких как предпочтение внутреннего кредитования внешнему), которые могут приводить к искажениям. В более общем плане, следует оказывать противодействие протекционистскому давлению в торговле и финансах. Согласованный государствами-членами Группы 20-ти мораторий, сроком на ближайшие 12 месяцев, в отношении введения любых новых торговых барьеров, является положительным шагом. Резкое падение мировой торговли в ходе текущего кризиса лишь повышает значимость быстрого завершения раунда торговых переговоров, начатых в Дохе, для содействия открытию рынков и возрождения перспектив глобального роста. Наконец, сильная поддержка со стороны двусторонних и многосторонних источников, включая МВФ, может способствовать ограничению негативных экономических и социальных последствий финансового кризиса во многих странах с формирующимся рынком и развивающихся странах.

В статистическом приложении представлены данные за прошлые периоды, а также прогнозы. Приложение состоит из пяти разделов: исходные предположения, недавние изменения, данные и правила, классификация стран и статистические таблицы.

Исходные предположения, лежащие в основе оценок и прогнозов на 2009–2010 годы и среднесрочного сценария на 2011–2014 годы, резюмированы в первом разделе. Во втором разделе представлено краткое описание изменений в базе данных и статистических таблицах. В третьем разделе приводится общая характеристика данных и правил, использованных для расчета составных показателей по страновым группам. Классификация стран, входящих в различные группы, которые представлены в издании «Перспективы развития мировой экономики», приведена в четвертом разделе.

Последний и основной раздел содержит статистические таблицы. Данные в этих таблицах были составлены на основе информации, имеющейся по середине апреля 2009 года. Показатели за 2009 год и последующие периоды приводятся с той же степенью точности, что и показатели за прошлые периоды, исключительно для удобства, и это не означает аналогичной степени их достоверности, так как они представляют собой прогнозы.

Исходные предположения

Предполагается, что реальные эффективные валютные курсы стран с развитой экономикой не изменятся по сравнению с их средними уровнями за период с 25 февраля по 25 марта 2009 года. Применительно к 2009 и 2010 году это означает, что средние курсы пересчета доллара США в СДР составят 1,484 и 1,470, курсы пересчета доллара США в евро — 1,310 и 1,306, а курсы пересчета йены в доллар США — 96,3 и 101,5, соответственно.

Средняя цена на нефть составит, по предположению, 52,00 доллара США за баррель в 2009 году и 62,00 доллара США за баррель в 2010 году.

Предполагается, что власти стран будут продолжать проводить установленные меры экономической политики. Более конкретные предположения относительно мер политики, лежащих в основе

прогнозов по отдельным странам с развитой экономикой, приведены во вставке А1.

В отношении *процентных ставок* предполагается, что средняя ставка предложения на Лондонском межбанковском рынке (ЛИБОР) по шестимесячным депозитам в долларах США составит 1,5 процента в 2009 году и 1,4 процента в 2010 году, средняя ставка по трехмесячным депозитам в евро составит 1,6 процента в 2009 году и 2,0 процента в 2010 году, а средняя ставка по шестимесячным депозитам в японских йенах составит 1,0 процента в 2009 году и 0,5 процента в 2010 году.

Что касается *введения евро*, Совет Европейского союза 31 декабря 1998 года принял решение об установлении с 1 января 1999 года нижеследующих не подлежащих изменению фиксированных курсов пересчета между евро и валютами государств-членов, принимающих евро:

Подробная информация о том, каким образом были установлены эти курсы пересчета, приведена во вставке 5.4 октябрьского выпуска 1998 года «Перспектив развития мировой экономики».

1 евро = 13,7603	австрийских шиллингов
= 40,3399	бельгийских франков
= 0,585274	кипрских фунтов ¹
= 1,95583	немецких марок
= 5,94573	финских марок
= 6,55957	французских франков
= 340,750	греческих драхм ²
= 0,787564	ирландских фунтов
= 1936,27	итальянских лир
= 40,3399	люксембургских франков
= 0,42930	мальтийских лир ³
= 2,20371	нидерландских гульденов
= 200,482	португальских эскудо
= 30,1260	словацких крон ⁴
= 239,640	словенских толаров ⁵
= 166,386	испанских песет

¹Установлен 1 января 2008 года.

²Установлен 1 января 2001 года.

³Установлен 1 января 2008 года.

⁴Установлен 1 января 2009 года.

⁵Установлен 1 января 2007 года.

Вставка А1. Исходные предположения относительно экономической политики, лежащие в основе прогнозов по отдельным странам

Исходные предположения относительно налогово-бюджетной политики на краткосрочную перспективу, используемые в «Перспективах развития мировой экономики», основаны на официально объявленных бюджетах, скорректированных с учетом различий между макроэкономическими предположениями и прогнозами результатов исполнения бюджета, составленными персоналом МВФ и официальными органами стран. Среднесрочные бюджетные прогнозы составляются с учетом мер политики, которые, согласно оценкам, по всей вероятности будут реализованы. В тех случаях, когда персонал МВФ не располагает достаточной информацией для оценки бюджетных намерений властей и перспектив реализации политики, предполагается, что структурное первичное сальдо остается без изменений, если не указано иное. Ниже приведены конкретные исходные предположения в отношении ряда стран с развитой экономикой (см. также таблицы В5–В7 «Статистического приложения», в которых содержатся данные о бюджетных и структурных сальдо)¹.

Соединенные Штаты. Бюджетные прогнозы основаны на подготовленном администрацией бюджете на 2009 бюджетный год, обзоре по состоянию на середину сессии и базовом бюджетном прогнозе Бюджетного управления Конгресса на 2009–2019 годы. Внесены корректировки для учета различий в макроэкономических прогнозах, а также различий в исходных предположениях

¹Разрыв между потенциальным и фактическим объемом производства представляет собой фактический объем производства за вычетом потенциального в процентах от потенциального объема производства. Структурные сальдо выражены в процентах потенциального объема производства. Структурное бюджетное сальдо — это бюджетная позиция, которая наблюдалась бы, если бы фактический объем производства совпадал с потенциальным. Как следствие, изменения структурного бюджетного сальдо включают воздействия временных мер в налогово-бюджетной сфере, влияние колебаний процентных ставок и стоимости обслуживания долга и другие нециклические колебания бюджетного сальдо. Расчеты структурных бюджетных сальдо основаны на составленных персоналом МВФ оценках потенциального ВВП и коэффициентах эластичности доходов и расходов (см. «Перспективы развития мировой экономики» за октябрь 1993 года, дополнение I). Чистый долг определяется как валовой долг минус финансовые активы сектора государственного управления, которые включают активы системы социального страхования. Оценки разрыва между потенциальным и фактическим объемом производства характеризуются существенной степенью неопределенности.

относительно затрат, связанных с мерами по стабилизации финансовой системы.

Структурное сальдо бюджета рассчитывается путем исключения влияния экономического цикла на бюджетное сальдо, а также воздействия расходов, связанных с поддержкой финансовой системы, и других нерегулярных факторов (в основном обусловленных временными изменениями сроков налоговых поступлений, налогов на прирост стоимости капитала, поступлений от продажи активов и т.д.) Соответственно, снижение скорректированного структурного сальдо с 2007 по 2008 год в основном отражает налогово-бюджетные стимулы 2008 года. Изменение с 2008 по 2009 год в основном отражает увеличение дискреционных расходов (в основном относящихся к обороне). Дальнейшее снижение сальдо в 2010 году обусловлено главным образом эффектами запланированного пакета налогово-бюджетных стимулов, а также продолжающимся увеличением других дискреционных расходов. Улучшение в 2011 году связано в основном с прекращением использования стимулов.

Япония. В бюджетных прогнозах предполагается, что налогово-бюджетные стимулы будут применяться в 2009 и 2010 году, как объявлено правительством. В среднесрочных прогнозах предполагается также, что расходы и доходы сектора государственного управления (без учета социального обеспечения) корректируются в соответствии с текущими обязательствами (например, сокращение государственных инвестиций на 3 процента в год).

Германия. Прогнозы на 2009 год основаны на бюджете 2009 года и мерах в рамках налогово-бюджетных стимулов, объявленных со времени принятия бюджета. Налогово-бюджетные стимулы составляют 1,5 процента ВВП в 2009 году, а дополнительные налогово-бюджетные стимулы — 0,5 процента ВВП в 2010 году. В среднесрочном плане динамика расходов на здравоохранение ускоряется в связи со старением населения, а также ввиду того, что меры по значительной реформе системы здравоохранения не были приняты.

Франция. Новые меры в рамках пакета составят, по оценке, примерно 0,7 процента ВВП в 2009 году и будут включать: 1) временную приостановку взимания подоходного налога с физических лиц в 2009 году в размере 1,1 млрд евро; 2) инвестиционные расходы в 2009 году в размере 5,2 млрд евро; 3) различные меры в области расходов и доходов в размере 6,3 млрд евро. Бюджетные прогнозы отражают воздействие новых мер в рамках

пакета стимулов в размере 0,7 процента ВВП в 2009 году.

Италия. Прогноз на 2009 год включает воздействие бюджета 2009 года, как указано в обновленной программе стабильности Италии за 2008 год, представленной в феврале, включая пакет налогово-бюджетных стимулов, объявленный в конце ноября 2008 года, с дополнительными корректировками с учетом макроэкономических прогнозов персонала МВФ. Предполагается, что в последующие годы структурное первичное сальдо за вычетом социальных расходов останется постоянным.

Соединенное Королевство. Прогнозы включают налогово-бюджетные стимулы в размере примерно 1,4 процента ВВП в 2009 году (1 процент — меры в отношении доходов, 0,2 — меры в отношении расходов).

Канада. В прогнозных расчетах использован базисный прогноз, содержащийся в заявлении о бюджете 2009 года. Персонал МВФ вносит в этот прогноз корректировки с учетом различий в макроэкономических прогнозных показателях. Кроме того, прогноз персонала МВФ включает последние данные, опубликованные Бюро статистики Канады, включая результаты исполнения бюджетов провинций и территорий на конец 2008 года.

Австралия. Бюджетные прогнозы основаны на обновленном экономическом и бюджетном прогнозе, опубликованном в феврале 2009 года, и прогнозах персонала МВФ.

Австрия. Прогнозы на 2009 и 2010 годы учитывают два отдельных пакета налогово-бюджетных стимулов, налоговую реформу и другие решения, принятые парламентом. По оценке, эти меры составят примерно 1,5 процента ВВП в 2009 году и 1,7 процента ВВП в 2010 году.

Бельгия. Прогнозы на 2009 год представляют собой оценки персонала МВФ, основанные на бюджетах 2009 года, за которые проголосовали федеральный, местные и региональные парламенты, скорректированные с учетом макроэкономических допущений. Прогнозы на последующие годы представляют собой оценки персонала МВФ, основанные на предположении об отсутствии изменений в политике.

Бразилия. Бюджетные прогнозы на 2009 год основаны на законе о бюджете и исходных предположениях персонала МВФ. В отношении последующих лет, персонал МВФ исходит из предположения об отсутствии изменений в политике при дальнейшем увеличении государственных капиталовложений в соответствии с намерениями официальных органов.

Дания. Прогнозы на 2009 и 2010 годы приведены в соответствии с последними официальными бюджетными оценками и базовыми прогнозами, скор-

ректированными, по мере необходимости, с учетом макроэкономических предположений персонала МВФ. В прогнозах на 2011–2014 годы учтены основные характеристики среднесрочного плана развития налогово-бюджетной сферы, изложенные в программе конвергенции (ноябрь 2007 года), которая была представлена официальными органами Европейскому союзу ЕС, и полученные в ходе обсуждений 2008 года в соответствии со Статьей VI с официальными органами. В прогнозах предполагается конвергенция бюджета в направлении близкой к сбалансированной позиции от изначального положительного сальдо. Это соответствует прогнозу официальных органов относительно ликвидации разрыва между потенциальным и фактическим объемом производства в среднесрочной перспективе, а также согласуется с их целями относительно долгосрочной устойчивости налогово-бюджетной сферы и сокращения долга.

Греция. Прогнозные расчеты основаны на бюджете 2009 года, последней Программе стабильности и других прогнозах и данных, представленных официальными органами.

САР Гонконг. Бюджетные прогнозы на 2007–2010 годы соответствуют осуществляемой официальными органами среднесрочной стратегии, изложенной в бюджете на 2007/2008 бюджетный год, причем прогнозы на 2011–2013 годы основаны на предположениях, лежащих в основе среднесрочного макроэкономического сценария персонала МВФ.

Индия. Оценки за 2007 год основаны на данных об исполнении бюджета. Прогнозы на 2008 год и последующий период основаны на имеющейся информации о бюджетных планах официальных органов по развитию налогово-бюджетной сферы, с отдельными корректировками, учитывающими предположения персонала МВФ. В отношении 2008/2009 бюджетные прогнозы учитывают оценочные отчисления в рамках бюджета 2008/2009 года, а также затраты, связанные с мерами бюджетного стимулирования в связи с кризисом (примерно 0,6 процента ВВП). За пределами 2008/2009 года персонал МВФ прогнозирует, что правительство не вернется к использованию своего целевого показателя дефицита в рамках бюджетного правила в размере 3 процентов ни в 2009/2010, ни в 2010/2011 году, с тем чтобы обеспечить определенные контрциклические стимулы для ослабевающей экономической активности. Однако центральное правительство сохранит относительно пруденциальный курс в управлении налогово-бюджетной политикой, и не будет использовать все бюджетное пространство, созданное снижающимися ценами на биржевые товары, учитывая замедляющийся рост доходов и ухудша-

Вставка А1 (продолжение)

ющуюся налогово-бюджетную ситуацию. Такой курс налогово-бюджетной политики должен привести к постепенному сокращению общего бюджетного дефицита и экономически приемлемой среднесрочной траектории долга.

Индонезия. Бюджетные прогнозы на 2009 год (в частности, общее сальдо, совокупные доходы и расходы) основаны на оценках официальных органов, касающихся возможной корректировки исходного бюджета 2009 года. Прогнозы персонала МВФ скорректированы с учетом изменений макроэкономических предположений официальных органов, а также введения дополнительных мер в рамках бюджетных стимулов. Поскольку на момент представления данных ПРМЭ официальные органы все еще находились в процессе завершения бюджетной корректировки, были выделены следующие элементы дополнительных бюджетных стимулов, которые нашли отражение в прогнозах 2009 года: 1) исходный бюджет 2009 года включал налоговые субсидии в размере 12,5 трлн рупий (импортные пошлины и налоги на добавленную стоимость, уплачиваемые органами государственного управления по отдельным отраслям) и 2) дополнительные стимулы в размере 15 трлн рупий (10,2 трлн еще предстоит ассигновать, 1,4 трлн — на цели снижения тарифов за электричество для промышленности, 2,8 трлн — на цели снижения внутренних цен на топливо и 0,6 трлн — на цели осуществления программ по сокращению бедности из бюджета 2008 года). Финансирование бюджета было основано на предположении о разделении дополнительных затрат на финансирование между дальнейшим использованием средств государственных депозитов и дополнительной эмиссией облигаций.

Ирландия. Бюджетные прогнозы основаны на бюджете от октября 2008 года, но частично скорректированы в свете самого последнего обновления программы стабильности, в котором власти объявили о своем намерении принять меры к сокращению дефицита до 2,6 процента ВВП к 2013 году, хотя им еще предстоит определить эти меры.

Испания. В бюджетных прогнозах на 2008–2010 годы учтено воздействие дискреционных мер в ответ на экономический спад, принятых до настоящего момента. Кроме того, предполагается, что автоматические стабилизаторы будут задействованы в полной мере. Прогнозируется, что в 2011–2014 годах дефицит будет постепенно сокращаться до 3 процентов ВВП по мере сокращения расходов (стимулы предусматривают оговорку о прекращении действия), а также ограничения правительствам дальнейших расходов для приведения дефицита в соответствие с лимитом ПСР в размере 3 процентов.

Китай. Правительство объявило о крупном пакете налогово-бюджетных стимулов на 2009–2010 годы (хотя и без четкого указания его точного размера, что затрудняет анализ). Персонал МВФ исходит из предположения о том, что совокупная нагрузка налогово-бюджетных стимулов на бюджет составит 2 процента (из которых 0,5 процента ВВП приходится на доходы, 0,5 процента ВВП составляют автоматические стабилизаторы, и 1 процента ВВП приходится на расходы), а затраты на поддержку государственных предприятий в 2009 году — 1 процент. В отношении 2010 года предполагается, что использование стимулов не прекращается.

Корея. Бюджетные прогнозы основаны на предположении о применении бюджетных стимулов в 2009 и 2010 году, как объявлено правительством. Объем объявленных дискреционных мер стимулирования составляет 3,9 процента ВВП в 2009 году и 1,2 процента ВВП в 2010 году. Они также отражают недавно предложенный правительством дополнительный пакет стимулов на 2009 год. Показатели расходов в 2009 году соответствуют показателям бюджета, и предполагается, что примерно две трети этого дополнительного бюджета будет исполнено в текущем году. Прогнозы расходов отражают макроэкономические прогнозы персонала МВФ, скорректированные с учетом оцениваемых затрат на налоговые меры, включенные в первоначальный пакет стимулов. Среднесрочные прогнозы основаны на предположении о том, что правительство возобновит реализацию планов по консолидации и обеспечит сбалансированность бюджета к концу прогнозного периода.

Мексика. Бюджетные прогнозы на 2009 год основаны на предусмотренных в бюджете дискреционных расходах, а доходы и недискреционные расходы основаны на макроэкономических прогнозах персонала МВФ. Прогнозы на 2010 год и последующий период основаны на 1) макроэкономических прогнозах персонала МВФ, 2) модифицированного правила сбалансированности бюджета в соответствии с Законом о бюджетной ответственности, и 3) прогнозах властей относительно потребностей в расходах на пенсии и здравоохранение и ограничений фонда заработной платы. В контексте бюджета 2009 года (и, следовательно, со вступлением в силу в начале 2009 года) был введен пакет налогово-бюджетных стимулов в размере примерно 1 процента ВВП. Его основными элементами были: 1) увеличение расходов на инфраструктуру (0,4 процента ВВП), 2) увеличение чистого кредитования со стороны банков развития (0,2 процента ВВП), и 3) увеличение текущих расходов на общественную безопасность.

Нидерланды. Бюджетные прогнозы на период с 2009 по 2011 год основаны на долгосрочных

бюджетных прогнозах официальных органов с корректировкой для учета различий макроэкономических допущений. В отношении остальной части прогнозного периода персонал МВФ исходит из предположения об отсутствии изменений в проводимой политике.

Новая Зеландия. Бюджетные прогнозы основаны на обновленном бюджете от декабря 2008 года и оценках персонала МВФ. Начиная с 2006/2007 бюджетного года бюджетная отчетность Новой Зеландии была переведена на новые Общепринятые принципы бухгалтерского учета; сопоставимые данные за прошлые периоды отсутствуют.

Португалия. В бюджетных прогнозах на 2008–2010 годы учтено воздействие дискреционных мер в ответ на экономический спад, принятых до настоящего момента. Кроме того, предполагается, что автоматические стабилизаторы будут задействованы в полной мере. Прогнозируется, что в 2011–2014 годах дефициты будут постепенно сокращаться, при условии, что правительство будет ограничивать дальнейшие расходы для достижения структурной корректировки в размере, по крайней мере, 0,5 процента ВВП в год в соответствии с правилом Пакта о стабильности и росте (ПСР) ЕС.

Россия. Прогнозы бюджетного дефицита на 2009 год основаны на проекте дополнительного бюджета, который в настоящее время рассматривается правительством. В прогнозах учитывается ожидаемый недостаточный уровень исполнения бюджета, исходя из тенденций прошлых периодов. Консолидированные региональные бюджеты, как ожидается, будут в целом сбалансированными, что обусловлено строгими лимитами дефицита и долга на уровне местных органов управления. Среднесрочные бюджетные прогнозы основаны на предположении об отсутствии изменений в политике, что означает в целом постоянный дефицит без учета нефти в процентах ВВП. В последние несколько месяцев власти объявили о включении в дополнительный бюджет ряда мер в рамках налогово-бюджетных стимулов, составляющих более 3 процентов ВВП. Половина этих мер относится к доходам и в основном ориентирована на постоянное снижение налогов на прибыль. Оставшаяся часть включает временные меры в области расходов, включая поддержку стратегических секторов (оборона, авиакомпания, производители транспортных средств, сельское хозяйство, строительство), а также меры в отношении социального обеспечения и рынка труда.

Саудовская Аравия. Официальные органы систематически занижают доходы и расходы бюджета по сравнению с фактическими результатами. Базисные прогнозы цен на нефть в ПРМЭ были

понижены на 5 процентов, что отражает более высокое содержание серы в нефти Саудовской Аравии. Что касается нефтяных доходов, предполагается, что таможенные поступления будут расти параллельно с импортом, инвестиционные доходы — параллельно с Лондонской межбанковской ставкой предложения (ЛИБОР), а сборы и платежи будут расти как функция от нефтяного ВВП. В отношении расходов предполагается, что заработная плата превысит естественный уровень роста, отражая распределение прироста заработной платы в размере 15 процентов в течение периода с 2008 по 2010 год, и прогнозируется, что объем товаров и услуг будет расти в соответствии с уровнем инфляции в среднесрочном плане. Выплаты процентов, согласно прогнозу, сократятся в соответствии с политикой официальных органов относительно погашения государственного долга. Прогнозируется, что капитальные расходы в 2009 году будут выше, чем предусмотрено бюджетом, на 40 процентов, и они будут соответствовать заявлением официальных органов о поддержании уровня расходов. Темпы расходов, по прогнозу, замедлятся в среднесрочной перспективе.

Сингапур. Прогнозы расходов на 2007/2008 бюджетный год основаны на показателях бюджета, а прогнозы доходов отражают проведенные персоналом МВФ оценки воздействия новых мер политики, включая повышение налога на товары и услуги. Среднесрочные прогнозы доходов составлены исходя из предположения о включении прироста стоимости капитала по бюджетным резервам в инвестиционный доход.

Турция. Бюджетные прогнозы основаны главным образом на бюджете 2009 года и предположении об отсутствии изменений в политике, причем показатели доходов определяются макроэкономическими прогнозами персонала МВФ. Прогнозы по местным органам управления, учреждениям социального обеспечения и внебюджетным фондам скорректированы с учетом макроэкономических допущений персонала МВФ. Прогнозы на последующие годы представляют собой оценки персонала МВФ, с некоторыми дополнительными корректировками в 2010–2011 годы в целях обеспечения благоприятной динамики долга в среднесрочном плане.

Швеция. Бюджетные прогнозы основаны на информации, представленной в законе о бюджете 2009 года (ноябрь 2008 года), с корректировками, отражающими поступающие данные по налогово-бюджетной сфере и взгляды персонала МВФ относительно макроэкономических условий.

Швейцария. Прогнозы на 2008–2013 годы основаны на расчетах персонала МВФ, в которых

Вставка А1 (окончание)

учтены меры по восстановлению сбалансированности федеральных счетов и укреплению финансов сферы социального обеспечения.

Исходные предположения относительно денежно-кредитной политики основаны на установленных принципах проведения политики в каждой стране. В большинстве случаев это означает неадаптивный курс политики в течение экономического цикла, то есть официальные процентные ставки повышаются, когда экономические показатели указывают на то, что ожидаемая инфляция будет выше приемлемого уровня или диапазона, и понижаются, когда показатели указывают на то, что ожидаемая инфляция не выйдет за пределы приемлемого уровня или диа-

пазона, что перспективный темп экономического роста ниже потенциального темпа, а масштабы незадействованных мощностей в экономике значительны. На этой основе ставка предложения на лондонском межбанковском рынке (ЛИБОР) по шестимесячным депозитам в долларах США, как предполагается, составит в среднем 1,5 процента в 2009 году и 1,4 процента в 2010 году (см. таблицу 1.1). Ставка по трехмесячным депозитам в евро, как предполагается, составит в среднем 1,6 процента в 2009 году и 1,4 процента в 2010 году. Процентная ставка по шестимесячным депозитам в японских йенах, как предполагается, составит в среднем 1,0 процента в 2008 году и 0,5 процента в 2009 году.

Новое

Первого января 2009 года Словацкая Республика стала шестнадцатой по счету страной, присоединившейся к зоне евро; таблицы, в которых представляются прогнозы по странам зоны евро, были пересмотрены для отражения данных в соответствии с их весами в группе стран; Чешская Республика была включена в группу стран с развитой экономикой; представлены прогнозы по Ираку в таблицах данных о реальном ВВП, потребительских ценах и счетах текущих операций; структура стран, составляющих группу экспортеров топлива и аналитическая структура группы чистой внешней позиции были пересмотрены для отражения периодического обновления критериев классификации; а веса на основе паритета покупательной способности (ППС) были обновлены в целях отражения самого последнего коэффициента пересчета ППС, предоставленного Группой международных сопоставлений.

Данные и правила

Данные и прогнозы по 183 странам составляют статистическую основу «Перспектив развития мировой экономики» (базу данных издания «Перспективы развития мировой экономики»). Данные ведутся совместно Исследовательским департаментом МВФ и территориальными департаментами, причем последние регулярно обновляют годовые прогнозы на основе согласованных исходных предположений о развитии глобальной экономики.

При том что основным источником данных за прошлые периоды и определений являются нацио-

нальные статистические ведомства, международные организации также участвуют в решении статистических вопросов с целью гармонизации методологий составления национальной статистики, включая аналитические основы, концепции, определения, классификации и процедуры стоимостной оценки, используемые при составлении экономической статистики. База данных издания «Перспективы развития мировой экономики» отражает информацию, поступающую как от национальных ведомств, так и от международных организаций.

Комплексный пересмотр стандартизированной «Системы национальных счетов 1993 года» (СНС), «Руководства по платежному балансу, пятое издание» (РПБ5), «Руководства по денежно-кредитной и финансовой статистике» (РДФС) и «Руководства по статистике государственных финансов 2001 года» (РСГФ 2001 года) представлял собой существенное улучшение стандартов экономической статистики и анализа¹. МВФ принимал активное участие во всех этих проектах, особенно в подготовке «Руководства по платежному балансу», «Руководства по денежно-кредитной и финансовой статистике» и «Руководства по статистике

¹Комиссия Европейских сообществ, Международный Валютный Фонд, Организация экономического сотрудничества и развития, Организация Объединенных Наций, Всемирный банк, «Система национальных счетов 1993 года» (Брюссель/Люксембург, Нью-Йорк, Париж и Вашингтон, 1993 год); Международный Валютный Фонд, «Руководство по платежному балансу, пятое издание» (Вашингтон, 1993 год); Международный Валютный Фонд, «Руководство по денежно-кредитной и финансовой статистике» (Вашингтон, 2000 год); и Международный Валютный Фонд, «Руководство по статистике государственных финансов» (Вашингтон, 2001 год).

государственных финансов», что отражает особый интерес МВФ к внешнеэкономическим позициям стран, стабильности финансового сектора и состоянию бюджета государственного сектора. Процесс согласования данных платежных балансов отдельных стран с новыми определениями по настоящему начался с выпуска этих руководств, однако обеспечение полного соответствия с ними в конечном счете зависит от предоставления составителями национальной статистики пересмотренных данных по соответствующим странам, поэтому оценки, приводимые в «Перспективах развития мировой экономики», все еще лишь частично согласованы с этими руководствами.

В связи с недавними усовершенствованиями стандартов представления экономической статистики ряд стран с развитой экономикой постепенно отказались от традиционного метода расчета реальных уровней макроэкономических показателей и темпов роста на основе *фиксированного базисного года*, перейдя к методу исчисления агрегированных темпов роста на основе *цепных индексов*. Резкие изменения в структуре экономики, произошедшие в этих странах в последнее время, заставили их пересмотреть метод измерения объемов и темпов роста реального ВВП. Переход к методу расчета агрегированных темпов роста при помощи цепных индексов, в котором используется информация о текущих ценах, позволяет странам более точно измерять рост ВВП благодаря устранению систематических ошибок в сторону завышения в новых данных². В настоящее время реальные макроэкономические данные по Австралии, Австрии, Азербайджану, Албании, Бельгии, Болгарии, Германии, Греции, Грузии, САР Гонконгу, Дании, зоне евро, Ирландии, Исландии, Испании, Италии, Казахстану, Канаде, Кипру, Литве, Люксембургу, Мальте, Нидерландам, Новой Зеландии, Норвегии, Польше, Португалии, России, Словении, Соединенному Королевству, Соединенным Штатам, Финляндии, Франции, Чешской Республике, Швейцарии, Швеции и Японии основаны на методологии цепных весов. Однако данные до 1996 года (Албания), 1994 года (Азербайджан), 1995 года (Бельгия), 2000 года (Болгария), 2000 года (Греция), 1996 года (Грузия), 1995 года (зона евро), 1995 года (Ирландия), 1990 года (Исландия), 1995 года (Испания), 1994 года (Казахстан), 1995 года (Кипр), 1995 года (Люксембург), 2000 (Мальта), 1995 года

²Charles Steindel, 1995, "Chain-Weighting: The New Approach to Measuring GDP," *Current Issues in Economics and Finance* (Federal Reserve Bank of New York), Vol. 1 (December).

(Польша), 1995 года (Россия), 2000 года (Республика Корея), 1995 года (Россия), 1995 года (Словения), 1995 года (Чешская Республика), 1995 года (Эстония) и 1994 года (Япония) основаны на пересмотренных национальных счетах и должны быть пересмотрены в дальнейшем.

Государства-члены Европейского союза приняли гармонизированную систему составления национальных счетов, называемую ЕСС 1995 года. Все данные национальных счетов начиная с 1995 года представлены на основе новой системы. Проводимая национальными официальными органами работа по пересмотру данных до 1995 года для приведения их в соответствие с новой системой продвигается, но в ряде случаев еще не завершена. В таких случаях данные за прошлые периоды, включенные в «Перспективы развития мировой экономики», были тщательно скорректированы по избежание разрывов в рядах данных. Тем не менее, пользователи данных национальных счетов ЕС до 1995 года должны проявлять осторожность, до тех пор пока национальные официальные органы не завершат полностью пересмотр данных за прошлые периоды. См. вставку 1.2 в майском выпуске «Перспектив развития мировой экономики» 2000 года.

Составные данные по страновым группам в «Перспективах развития мировой экономики» представляют собой либо суммарные значения, либо средневзвешенные данные по отдельным странам. Если не указано иное, средние значения темпов роста за несколько лет представлены как сложные годовые коэффициенты изменений³. Для расчета всех показателей используются арифметические взвешенные средние, кроме инфляции и темпов роста денежной массы в группе стран с формирующимся рынком и развивающихся стран, для которых используются геометрические средние. Применяются следующие правила.

- Составные показатели по страновым группам, относящиеся к валютным курсам, процентным ставкам и темпам роста денежно-кредитных агрегатов, взвешены по ВВП, пересчитанному в доллары США по рыночным обменным курсам (средним за предыдущие три года) в отношении к ВВП соответствующей группы.

³Средние значения реального ВВП и его компонентов, занятости, ВВП на душу населения, факторной производительности, объемов торговли и цен на биржевые товары рассчитаны на основе сложного годового темпа изменений, за исключением уровня безработицы, который основан на простой арифметической средней.

- Составные показатели по другим данным, относящимся к внутренней экономике, будь то темпы роста или коэффициенты, взвешены по ВВП, оцененному по паритетам покупательной способности (ППС) в отношении к ВВП всего мира или соответствующей группы⁴.
- Составные показатели по данным, относящимся к внутренней экономике зоны евро (16 государств-членов в течение всего периода, если не указано иное), представляют собой агрегированные данные из национальных источников, составленные с использованием весов ВВП. Корректировка годовых данных с учетом числа календарных дней не производится. При агрегировании данных до 1999 года применяются обменные курсы европейской валютной единицы (ЭКЮ) 1995 года.
- Составные уровни безработицы и темпы роста занятости взвешены по численности рабочей силы в процентах от численности рабочей силы в соответствующей группе стран.
- Составные показатели, относящиеся к внешней экономике, представляют собой суммы данных по отдельным странам после их пересчета в доллары США по средним рыночным обменным курсам в указанные годы составления данных платежного баланса и по рыночным обменным курсам на конец года в случае долга, деноминированного в валютах, отличных от долларов США. Вместе с тем составные показатели изменений объемов и цен внешней торговли представляют собой арифметические средние процентных изменений по отдельным странам, взвешенные по стоимости экспорта или импорта в долларах США как отношение к экспорту или импорту всего мира или соответствующей группы (в предшествующем году). Все данные относятся к календарным годам, за исключением данных по нижеследующим странам, которые относятся к бюджетным годам: Австралия (июль/июнь), Исламская Республика Афганистан (апрель/март), Гаити (октябрь/сентябрь), Египет (июль/июнь), Исламская Респуб-

лика Иран (апрель/март), Маврикий (июль/июнь), Мьянма (апрель/март), Непал (июль/июнь), Новая Зеландия (июль/июнь), Пакистан (июль/июнь), Самоа (июль/июнь), Тонга (июль/июнь).

Классификация стран

Краткий обзор классификации стран

Классификация стран в издании «Перспективы развития мировой экономики» делит мир на две основные группы: страны с развитой экономикой и страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны⁵. Эта классификация, не основанная на каких-либо строгих экономических или иных критериях, претерпевала изменения с течением времени, с тем чтобы облегчить проведение анализа путем достаточно содержательной организации данных. В таблице А представлен обзор этих стандартных групп в «Перспективах развития мировой экономики», показывающий число стран в каждой группе и средние за 2008 год доли соответствующих групп в агрегированном ВВП, оцененном на основе ППС, в совокупном экспорте товаров и услуг и в численности населения.

В настоящее время несколько стран не включено в эти группы, либо по причине того, что они не являются членами МВФ и он не ведет наблюдение за состоянием их экономики, либо потому что разработка баз данных по этим странам пока еще не завершена окончательно. Из-за ограниченности данных в составные показатели по группам не включаются следующие страны: Исламская Республика Афганистан, Босния и Герцеговина, Бруней-Даруссалам, Ирак, Зимбабве, Либерия, Сербия, Сомали, Тимор-Лешти, Республика Черногория и Эритрея. Демократическая Республика Корея и Куба представляют собой примеры стран, не являющихся членами МВФ, а Сан-Марино, как страна с развитой экономикой, и Аруба, Маршалловы Острова, Федеративные Штаты Микронезии и Палау, в числе развивающихся стран, представляют собой примеры стран, по которым не была завершена разработка баз данных.

⁴См. вставку А2 в выпуске «Перспектив развития мировой экономики» за апрель 2004 года, в которой приводится краткий обзор пересмотренных весов, основанных на ППС, и приложение IV в выпуске «Перспектив развития мировой экономики» за май 1993 года. См. также работу Anne-Marie Gulde and Marianne Schulze-Ghattas, "Purchasing Power Parity Based Weights for the World Economic Outlook," in Staff Studies for the *World Economic Outlook* в серии Staff Studies for the *World Economic Outlook* (International Monetary Fund, December 1993), стр. 106–23 (по англ. тексту).

⁵Используемый здесь термин «страна» не во всех случаях относится к территориальной единице, которая является государством в значении, принятом в международном праве и международной практике. Он охватывает также ряд территориальных единиц, которые не являются государствами, но по которым ведутся статистические данные на раздельной и независимой основе.

Таблица А. Классификация по страновым группам «Перспектив развития мировой экономики» и их долям в агрегированном ВВП, экспорте товаров и услуг и численности населения, 2008 год¹
(В процентах от общего показателя по соответствующей группе или по всему миру)

	Число стран	ВВП		Экспорт товаров и услуг		Население	
		Страны с развитой экономикой	Весь мир	Страны с развитой экономикой	Весь мир	Страны с развитой экономикой	Весь мир
Страны с развитой экономикой	33	100,0	55,3	100,0	65,1	100,0	15,3
Соединенные Штаты		37,4	20,7	14,3	9,3	30,3	4,6
Зона евро	16	28,5	15,7	43,9	28,6	32,4	5,0
Германия		7,6	4,2	13,4	8,7	8,2	1,2
Франция		5,6	3,1	5,9	3,8	6,2	0,9
Италия		4,8	2,6	5,3	3,4	5,9	0,9
Испания		3,7	2,0	3,4	2,2	4,5	0,7
Япония		11,5	6,4	7,0	4,5	12,7	1,9
Соединенное Королевство		5,8	3,2	6,0	3,9	6,1	0,9
Канада		3,4	1,9	4,1	2,7	3,3	0,5
Другие страны с развитой экономикой	13	13,3	7,4	24,6	16,0	15,3	2,3
<i>Для справки</i>							
Основные страны с развитой экономикой	7	76,2	42,1	56,1	36,5	72,6	11,1
Новые индустриальные страны Азии	4	6,7	3,7	13,1	8,5	8,3	1,3
		Страны с форм. рынком и развив. страны	Весь мир	Страны с форм. рынком и развив. страны	Весь мир	Страны с форм. рынком и развив. страны	Весь мир
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	139	100,0	44,7	100,0	34,9	100,0	84,7
Региональные группы							
Африка	47	6,9	3,1	7,8	2,7	15,2	12,9
К югу от Сахары	44	5,5	2,4	5,7	2,0	13,8	11,7
Кроме Нигерии и Южной Африки	42	2,8	1,3	3,1	1,1	10,3	8,7
Центральная и Восточная Европа	11	7,8	3,5	10,3	3,6	2,9	2,5
Содружество Независимых Государств ²	13	10,3	4,6	11,5	4,0	5,0	4,3
Россия		7,4	3,3	7,6	2,7	2,6	2,2
Развивающиеся страны Азии	23	46,9	21,0	39,5	13,8	62,4	52,9
Китай		25,5	11,4	24,1	8,4	23,8	20,2
Индия		10,7	4,8	3,9	1,4	21,4	18,1
Кроме Индии и Китая	21	10,8	4,8	11,5	4,0	17,2	14,5
Ближний Восток	13	8,7	3,9	16,2	5,6	4,4	3,7
Западное полушарие	32	19,3	8,6	14,7	5,1	10,0	8,5
Западное полушарие		6,4	2,9	3,3	1,2	3,4	2,9
Мексика		5,0	2,2	4,5	1,6	1,9	1,6
Аналитические группы							
По источникам экспортных доходов							
Топливо	24	19,3	8,6	30,0	10,5	10,9	9,3
Товары, кроме топлива,	115	80,7	36,1	70,0	24,4	89,1	75,5
в том числе первичные продукты	19	1,6	0,7	1,9	0,7	4,0	3,4
По источникам внешнего финансирования							
Страны – чистые дебиторы,	113	51,1	22,9	40,9	14,3	61,1	51,7
в том числе официальное финансирование	30	3,4	1,5	2,5	0,9	12,2	10,3
в том числе офиц. финансирование обслуживания долга							
Страны, имевшие просроченную задолженность, и/или страны, которым предоставлялось реоформление долга в период с 2003 по 2007 год	44	6,5	2,9	4,7	1,6	12,2	10,3
Другие страны – чистые дебиторы	69	44,6	19,9	36,2	12,6	48,8	41,4
Другие группы							
Бедные страны с высоким уровнем задолженности	32	1,9	0,8	1,3	0,5	8,7	7,3
Ближний Восток и Северная Африка	19	10,5	4,7	18,4	6,4	6,5	5,5

¹Доли ВВП основаны на стоимостной оценке ВВП соответствующих стран по паритету покупательной способности (ППС). Число стран, составляющих каждую группу, отражает те страны, данные по которым включены в агрегированные показатели по соответствующей группе.

²Монголия, которая не является членом Содружества Независимых Государств, включена в эту группу в силу ее географического положения и схожих характеристик структуры экономики.

Общие характеристики и структура групп стран в классификации издания «Перспективы развития мировой экономики»

Страны с развитой экономикой

В таблице В перечислены 33 страны с развитой экономикой. Семь крупнейших с точки зрения объема ВВП стран — Соединенные Штаты, Япония, Германия, Франция, Италия, Соединенное Королевство и Канада — составляют подгруппу основных стран с развитой экономикой, часто называемых странами Группы семи. В качестве подгрупп выделяются также зона евро (16 стран) и новые индустриальные страны Азии (четыре страны). Представленные в таблицах составные показатели по зоне евро охватывают данные по существующим на сегодняшний день членам за все годы, несмотря на то что в течение этого времени число стран-членов увеличилось.

В таблице С перечислены государства-члены Европейского союза, не все из которых классифицируются как страны с развитой экономикой в «Перспективах развития мировой экономики».

Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны

Группа стран с формирующимся рынком и развивающихся стран (139 стран) включает все страны, которые не относятся к категории стран с развитой экономикой.

Региональная разбивка стран с формирующимся рынком и развивающихся стран — Африка, Центральная и Восточная Европа, Содружество Независимых Государств, развивающиеся страны Азии, Ближний Восток и Западное полушарие — в основ-

Таблица С. Европейский союз

Австрия	Ирландия	Мальта	Словения
Бельгия	Испания	Нидерланды	Соед. Королевство
Болгария	Италия	Польша	Финляндия
Венгрия	Кипр	Португалия	Франция
Германия	Латвия	Румыния	Чешская Респ.
Греция	Литва	Словацкая Республика	Швеция
Дания	Люксембург		Эстония

ном соответствует региональной разбивке, принятой в издании МВФ *International Financial Statistics* («Международная финансовая статистика»). В обеих классификациях Египет и Социалистическая Народная Ливийская Арабская Джамахирия отнесены к региону *Ближнего Востока*, а не к Африке. Кроме того, в «Перспективах развития мировой экономики» иногда упоминается региональная группа стран Ближнего Востока и Северной Аф-

Таблица D. Страны Ближнего Востока и Северной Африки

Алжир	Иран, Исл. Респ.	Ливия	Саудовская Аравия
Бахрейн	Респ.	Мавритания	Судан
Джибути	Йемен	Марокко	Сирийская Арабская Республика
Египет	Катар	Объед. Арабские Эмираты	Тунис
Иордания	Ливан	Оман	

рики, называемых также странами БВСА, в состав которой входят регионы Африки и Ближнего Востока. Эта группа определяется как Лига арабских государств плюс Исламская Республика Иран (см. таблицу D).

Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны классифицируются также по *аналитическим критериям*. Аналитические критерии отражают структуру экспортных доходов стран и

Таблица В. Страны с развитой экономикой по подгруппам

Зоны основных валют	Другие подгруппы					
	Зона евро		Новые индустриальные страны Азии	Основные страны с развитой экономикой	Другие страны с развитой экономикой	
Соединенные Штаты	Австрия	Люксембург	САР Гонконг ¹	Германия	Австралия	Норвегия
Зона евро	Бельгия	Мальта	Корея	Италия	САР Гонконг ¹	Сингапур
Япония	Германия	Нидерланды	Сингапур	Канада	Дания	Тайвань,
	Греция	Португалия	Тайвань,	Соед. Королевство	Израиль	провинция Китая
	Ирландия	Словацкая Респ.	провинция Китая	Соед. Штаты	Исландия	Чешская Респ.
	Испания	Словения		Франция	Корея	Швеция
	Италия	Финляндия		Япония	Новая Зеландия	Швейцария
	Кипр	Франция				

¹Первого июля 1997 года Гонконг был возвращен Китайской Народной Республике и стал Специальным административным районом Китая.

других внешних доходов, валютные режимы, различие между странами – чистыми кредиторами и чистыми дебиторами, а также, применительно к странам — чистым дебиторам, финансовые критерии, основанные на источниках внешнего финансирования и состоянии обслуживания долга.

Подробная классификация стран с формирующимся рынком и развивающихся стран по региональным и аналитическим группам показана в таблицах Е и F.

Аналитический критерий «по источникам экспортных доходов» подразделяется на категории «топливо» (Международная стандартная торговая классификация — МСТК 3) и «товары, кроме топлива», в которых выделяются «первичные продукты, кроме топлива» (МСТК 0, 1, 2, 4 и 68).

В классификации по финансовым критериям выделяются страны — чистые кредиторы, страны — чистые дебиторы и бедные страны с высоким уровнем задолженности (ХИПК). Страны — чистые дебиторы подразделяются далее на основе двух дополнительных финансовых критериев: «официальное внешнее финансирование» и «состояние обслуживания долга»⁶. Группа ХИПК включает страны, которые, по оценке МВФ и Всемирного банка, отвечают критериям для участия в осуществляемой ими инициативе в отношении долга, известной под названием Инициативы ХИПК, которая ставит целью сократить бремя внешнего долга всех отвечающих критериям ХИПК до «экономически приемлемого» уровня в достаточно короткие сроки⁷.

⁶В 2003–2007 годах 44 страны имели просроченную задолженность по внешним обязательствам или заключили соглашения о реоформлении долга с официальными кредиторами или коммерческими банками. Эта группа стран называется «страны, имевшие просроченную задолженность, или страны, которым предоставлялось реоформление долга, в период с 2003 по 2007 год».

⁷См. David Andrews, Anthony R. Boote, Syed S. Rizavi, and Sukwinder Singh, *Debt Relief for Low-Income Countries: The Enhanced HIPC Initiative*, IMF Pamphlet Series, No. 51 (Washington: International Monetary Fund, November 1999).

Таблица Е. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны по регионам и основным источникам экспортных доходов

	Топливо	Первичные продукты, кроме топлива
Африка	Алжир Ангола Габон Республика Конго Нигерия Судан Чад Экваториальная Гвинея	Буркина-Фасо Бурунди Гвинея Гвинея-Бисау Замбия Демократическая Республика Конго Мавритания Малави Мали Респ. Мозамбик Намибия Сьерра-Леоне
Содружество Независимых Государств¹	Азербайджан Казахстан Россия Туркменистан	Монголия Узбекистан
Развивающиеся страны Азии		Папуа-Новая Гвинея
Ближний Восток	Бахрейн Исламская Респ. Иран Йеменская Республика Катар Кувейт Ливия Объединенные Арабские Эмираты Оман Саудовская Аравия	Соломоновы Острова
Западное полушарие	Венесуэла Тринидад и Тобаго Эквадор	Гайана Суринам Чили

¹Примечание. Монголия, которая не является членом Содружества Независимых Государств, включена в эту группу в силу ее географического положения и схожих характеристик структуры экономики.

Таблица F. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны по регионам, чистой внешней позиции и отношению к группе бедных стран с высоким уровнем задолженности

	Чистая внешняя позиция		Бедные страны с высоким уровнем задолженности	Чистая внешняя позиция		Бедные страны с высоким уровнем задолженности
	Чистый кредитор	Чистый кредитор ¹		Чистый кредитор	Чистый кредитор ¹	
Африка						
Магриб						
Алжир	*					
Марокко		*				
Тунис		*				
Страны к югу от Сахары						
Южная Африка		*				
Африканский Рог						
Джибути		*				
Эфиопия		*	*			
Судан		*				
Великие Озера						
Бурунди		•	*			
Демократическая Респ. Конго		•	*			
Кения		*				
Руанда		•	*			
Танзания		•	*			
Уганда		*	*			
Южная часть Африки						
Ангола	*					
Ботсвана	*					
Коморские Острова		•				
Лесото		*				
Мадагаскар		•	*			
Малави		•	*			
Маврикий		*				
Республика Мозамбик		•	*			
Намибия	*					
Сейшельские Острова		*				
Свазиленд		*				
Замбия		*	*			
Западная и Центр. Африка						
Кабо-Верде		*				
Гамбия		*	*			
Гана		•	*			
Гвинея		•	*			
Мавритания		*	*			
Нигерия	*					
Сан-Томе и Принсипи		*	*			
Сьерра-Леоне		•	*			
Зона франка КФА						
Бенин		*	*			
Буркина-Фасо		•	*			
Камерун		*	*			
Центральноафриканская Респ.		•	*			
Чад		*	*			
Республика Конго		•	*			
Кот-д'Ивуар		*				
Экваториальная Гвинея		*				
Габон	*					
Гвинея-Бисау		*	*			
Мали		*	*			
Нигер		•	*			
Сенегал		*	*			
Того		•	*			
Центральная и Восточная Европа						
Албания				*		
Болгария				*		
Хорватия				*		
Эстония				*		
Венгрия				*		
Латвия				*		
Литва				*		
БЮР Македония				*		
Польша				*		
Румыния				*		
Турция				*		
Содружество Независимых Государств²						
Армения					•	
Армения	*					
Беларусь				*		
Грузия				*		
Казахстан				*		
Кыргызская Республика				*		
Молдова				*		
Монголия					•	
Россия	*					
Таджикистан				*		
Туркменистан	*					
Украина	*					
Узбекистан	*					
Развивающиеся страны Азии						
Бутан					•	
Камбоджа					•	
Китай	*					
Фиджи				*		
Индонезия	*					
Кирибати	*					
Лаосская НДР				*		
Малайзия	*					
Мьянма				*		
Папуа-Новая Гвинея	*					
Филиппины				*		
Самоа				*		
Соломоновы Острова					•	
Таиланд				*		
Тонга					•	
Вануату				*		
Вьетнам					•	
Южная Азия						
Бангладеш					•	
Индия				*		
Мальдивские Острова				*		
Непал					•	
Пакистан				*		
Шри-Ланка				*		

Перечень таблиц

Объем производства

A1. Сводные данные о мировом объеме производства	191
A2. Страны с развитой экономикой: реальный ВВП и совокупный внутренний спрос	192
A3. Страны с развитой экономикой: компоненты реального ВВП	193
A4. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны — по странам: реальный ВВП	195

Инфляция

A5. Сводные данные по инфляции	199
A6. Страны с развитой экономикой: потребительские цены	200
A7. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны: потребительские цены	201

Финансовая политика

A8. Основные страны с развитой экономикой: сальдо бюджета и долг сектора государственного управления	205
--	-----

Внешняя торговля

A9. Сводные данные по объемам и ценам мировой торговли	206
--	-----

Текущие операции

A10. Сводные данные о сальдо платежей по счету текущих операций	208
A11. Страны с развитой экономикой: сальдо платежей по счету текущих операций	209
A12. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны — по странам: сальдо платежей по счету текущих операций	210

Платежный баланс и внешнее финансирование

A13. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны: чистые потоки капитала	214
A14. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны: потоки частного капитала	215
A15. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны: резервы	216

Движение средств

A16. Сводные данные об источниках и использовании мировых сбережений	218
--	-----

Среднесрочный базисный сценарий

A17. Краткий обзор среднесрочного базисного сценария развития мировой экономики	222
---	-----

Таблица А1. Сводные данные о мировом объеме производства¹

(Годовое изменение в процентах)

	Среднее 1991–2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2014
Весь мир	3,1	2,2	2,8	3,6	4,9	4,5	5,1	5,2	3,2	-1,3	1,9	4,8
Страны с развитой экономикой	2,8	1,2	1,6	1,9	3,2	2,6	3,0	2,7	0,9	-3,8	0,0	2,6
Соединенные Штаты	3,3	0,8	1,6	2,5	3,6	2,9	2,8	2,0	1,1	-2,8	0,0	2,4
Зона евро	...	1,9	0,9	0,8	2,2	1,7	2,9	2,7	0,9	-4,2	-0,4	2,3
Япония	1,3	0,2	0,3	1,4	2,7	1,9	2,0	2,4	-0,6	-6,2	0,5	2,5
Другие страны с развитой экономикой ²	3,5	1,8	3,2	2,5	4,0	3,3	3,9	4,0	1,2	-3,9	0,4	3,5
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	3,6	3,8	4,8	6,3	7,5	7,1	8,0	8,3	6,1	1,6	4,0	6,8
Региональные группы												
Африка	2,4	4,9	6,5	5,5	6,7	5,8	6,1	6,2	5,2	2,0	3,9	5,4
Центральная и Восточная Европа Содружество Независимых Государств ³	2,0	0,0	4,4	4,9	7,3	6,0	6,6	5,4	2,9	-3,7	0,8	4,0
Развивающиеся страны Азии	...	6,1	5,2	7,8	8,2	6,7	8,4	8,6	5,5	-5,1	1,2	5,3
Ближний Восток	7,4	5,8	6,9	8,2	8,6	9,0	9,8	10,6	7,7	4,8	6,1	8,8
Западное полушарие	4,0	2,6	3,8	7,0	6,0	5,8	5,7	6,3	5,9	2,5	3,5	4,5
3,3	0,7	0,6	2,2	6,0	4,7	5,7	5,7	5,7	4,2	-1,5	1,6	4,3
<i>Для справки</i>												
Европейский союз	2,2	2,1	1,4	1,5	2,6	2,2	3,4	3,1	1,1	-4,0	-0,3	2,6
Аналитические группы												
По источникам экспортных доходов												
Топливо	-0,1	4,4	4,8	7,1	7,9	6,9	7,2	7,5	5,6	-1,4	2,3	4,5
Товары, кроме топлива, в том числе первичные продукты	4,7	3,6	4,8	6,1	7,4	7,2	8,1	8,5	6,2	2,3	4,4	7,3
3,6	3,8	3,2	4,4	6,1	5,7	5,5	5,7	4,9	4,9	2,3	4,1	5,4
По источникам внешнего финансирования												
Страны – чистые дебиторы, в том числе офиц. финансирование	3,5	2,1	3,2	4,5	6,4	6,0	6,8	6,5	4,9	0,4	2,8	5,7
4,2	5,0	4,8	4,6	6,3	6,9	6,9	6,8	6,2	6,2	3,6	4,3	6,4
Страны – чистые дебиторы по состоянию обслуживания долга												
Страны, имевшие просроченную задолженность, и/или страны, которым предоставлялось рефинансирование долга, в период с 2003 по 2007 год	3,0	1,7	0,5	6,0	7,6	7,7	7,4	7,3	6,3	0,9	2,6	5,1
<i>Для справки</i>												
Медианный темп роста												
Страны с развитой экономикой	3,1	1,9	1,9	1,9	3,8	2,9	3,4	3,6	1,1	-3,8	0,2	2,8
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	3,4	3,6	4,0	5,0	5,5	5,6	6,2	6,3	5,0	1,9	2,9	5,0
Объем производства на душу населения												
Страны с развитой экономикой	2,1	0,6	1,0	1,3	2,6	1,9	2,4	2,0	0,3	-4,4	-0,6	2,0
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	2,0	2,4	3,4	4,9	6,1	5,8	6,6	7,1	4,8	0,3	2,5	5,3
Рост мировой экономики на основе рыночных валютных курсов	2,5	1,5	1,9	2,7	4,0	3,4	3,9	3,8	2,1	-2,5	1,0	3,9
Стоимость мирового объема производства в миллиардах долларов США												
Рост мировой экономики на основе рыночных валютных курсов	28 297	31 707	32 988	37 087	41 728	45 090	48 761	54 841	60 690	54 864	55 921	70 601
По паритетам покупательной способности	33 443	43 711	45 693	48 310	52 074	56 017	60 716	65 490	68 997	68 651	70 211	89 356

¹Реальный ВВП.²В этой таблице «другие страны с развитой экономикой» означает страны с развитой экономикой, за исключением Соединенных Штатов, стран зоны евро и Японии.³Монголия, которая не является членом Содружества Независимых Государств, включена в эту группу в силу ее географического положения и схожих характеристик структуры экономики.

Таблица А2. Страны с развитой экономикой: реальный ВВП и совокупный внутренний спрос¹

(Годовое изменение в процентах)

	Среднее 1991–2000										Четвертый квартал ²					
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2014	2008	2009	2010		
Реальный ВВП																
Страны с развитой экономикой	2,8	1,2	1,6	1,9	3,2	2,6	3,0	2,7	0,9	-3,8	0,0	2,6	-1,7	-2,6	1,0	
Соединенные Штаты	3,3	0,8	1,6	2,5	3,6	2,9	2,8	2,0	1,1	-2,8	0,0	2,4	-0,8	-2,2	1,5	
Зона евро	...	1,9	0,9	0,8	2,2	1,7	2,9	2,7	0,9	-4,2	-0,4	2,3	-1,4	-3,5	0,6	
Германия	2,1	1,2	0,0	-0,2	1,2	0,8	3,0	2,5	1,3	-5,6	-1,0	2,2	-1,7	-4,4	0,0	
Франция	2,0	1,8	1,1	1,1	2,2	1,9	2,4	2,1	0,7	-3,0	0,4	2,3	-1,0	-2,2	1,4	
Италия	1,6	1,8	0,5	0,0	1,5	0,7	2,0	1,6	-1,0	-4,4	-0,4	1,9	-2,9	-2,9	0,2	
Испания	2,9	3,6	2,7	3,1	3,3	3,6	3,9	3,7	1,2	-3,0	-0,7	2,0	-0,7	-2,9	0,2	
Нидерланды	3,1	1,9	0,1	0,3	2,2	2,0	3,4	3,5	2,0	-4,8	-0,7	2,5	-0,7	-4,7	0,3	
Бельгия	2,3	0,8	1,5	1,0	2,8	2,2	3,0	2,6	1,1	-3,8	0,3	2,4	-0,8	-3,0	1,2	
Греция	2,3	4,2	3,4	5,6	4,9	2,9	4,5	4,0	2,9	-0,2	-0,6	2,5	2,4	-2,2	1,4	
Австрия	2,4	0,5	1,6	0,8	2,5	2,9	3,4	3,1	1,8	-3,0	0,2	2,3	0,5	-3,4	2,3	
Португалия	3,0	2,0	0,8	-0,8	1,5	0,9	1,4	1,9	0,0	-4,1	-0,5	1,5	-1,8	-4,1	2,4	
Финляндия	2,0	2,7	1,6	1,8	3,7	2,8	4,9	4,2	0,9	-5,2	-1,2	3,5	-1,8	-5,6	0,6	
Ирландия	7,1	5,8	6,4	4,5	4,7	6,4	5,7	6,0	-2,3	-8,0	-3,0	2,6	-7,4	-4,8	-2,0	
Словацкая Республика	0,0	3,4	4,8	4,7	5,2	6,5	8,5	10,4	6,4	-2,1	1,9	4,2	2,4	-6,1	5,9	
Словения	...	2,8	4,0	2,8	4,3	4,3	5,9	6,8	3,5	-2,7	1,4	3,5	-0,9	0,4	1,5	
Люксембург	5,0	2,5	4,1	1,5	4,5	5,2	6,4	5,2	0,7	-4,8	-0,2	2,9	-0,9	-2,6	1,7	
Кипр	4,2	4,0	2,1	1,9	4,2	3,9	4,1	4,4	3,7	0,3	2,1	3,3	3,1	-0,7	5,0	
Мальта	4,4	-1,6	2,6	-0,3	1,3	3,7	3,2	3,6	1,6	-1,5	1,1	3,0	-1,2	-0,8	2,0	
Япония	1,3	0,2	0,3	1,4	2,7	1,9	2,0	2,4	-0,6	-6,2	0,5	2,5	-4,3	-2,7	-0,6	
Соединенное Королевство	2,5	2,5	2,1	2,8	2,8	2,1	2,8	3,0	0,7	-4,1	-0,4	2,8	-2,0	-3,2	0,6	
Канада	2,9	1,8	2,9	1,9	3,1	2,9	3,1	2,7	0,5	-2,5	1,2	2,5	-0,7	-1,9	1,7	
Корея	6,1	4,0	7,2	2,8	4,6	4,0	5,2	5,1	2,2	-4,0	1,5	4,5	-3,4	0,0	2,4	
Австралия	3,4	2,1	4,3	3,0	3,8	2,8	2,8	4,0	2,1	-1,4	0,6	3,0	0,3	-1,1	1,1	
Тайвань, провинция Китая	6,5	-2,2	4,6	3,5	6,2	4,2	4,8	5,7	0,1	-7,5	0,0	5,0	-8,4	-1,6	1,0	
Швеция	2,1	1,1	2,4	1,9	4,1	3,3	4,2	2,6	-0,2	-4,3	0,2	4,2	-4,4	-2,5	1,8	
Швейцария	1,1	1,2	0,4	-0,2	2,5	2,5	3,4	3,3	1,6	-3,0	-0,3	1,5	-0,1	-3,7	1,2	
САР Гонконг	3,9	0,5	1,8	3,0	8,5	7,1	7,0	6,4	2,5	-4,5	0,5	5,0	-2,5	-3,3	3,2	
Чешская Республика	0,2	2,5	1,9	3,6	4,5	6,3	6,8	6,0	3,2	-3,5	0,1	4,0	0,5	-2,3	0,9	
Норвегия	3,7	2,0	1,5	1,0	3,9	2,7	2,3	3,1	2,0	-1,7	0,3	1,7	0,8	-3,0	1,7	
Сингапур	7,6	-2,4	4,1	3,8	9,3	7,3	8,4	7,8	1,1	-10,0	-0,1	5,4	-4,0	-6,9	1,9	
Дания	2,6	0,7	0,5	0,4	2,3	2,4	3,3	1,6	-1,1	-4,0	0,4	2,2	-3,8	-2,7	2,4	
Израиль	5,7	-0,3	-0,6	1,8	5,0	5,1	5,2	5,4	3,9	-1,7	0,3	4,1	1,9	-2,2	0,3	
Новая Зеландия	2,9	2,6	4,9	4,1	4,5	2,8	1,9	3,2	0,3	-2,0	0,5	3,2	-1,9	-1,1	1,1	
Исландия	2,5	3,9	0,1	2,4	7,7	7,4	4,5	5,5	0,3	-10,6	-0,2	3,8	-1,5	-14,5	8,4	
<i>Для справки</i>																
Основные страны с развитой экономикой	2,5	1,0	1,2	1,8	2,9	2,3	2,6	2,2	0,6	-3,8	0,0	2,4	-1,7	-2,6	0,9	
Новые индустриальные страны Азии	6,1	1,2	5,6	3,1	5,9	4,7	5,6	5,7	1,5	-5,6	0,8	4,8	-4,8	-1,5	2,0	
Реальный совокупный внутренний спрос																
Страны с развитой экономикой	2,8	1,2	1,7	2,1	3,3	2,6	2,8	2,3	0,4	-3,3	0,0	2,4	-1,6	-2,4	0,8	
Соединенные Штаты	3,6	0,9	2,2	2,8	4,1	3,0	2,6	1,4	-0,3	-3,3	0,2	2,2	-1,9	-2,3	1,6	
Зона евро	...	1,3	0,4	1,4	1,9	1,9	2,8	2,4	0,9	-2,9	-0,6	1,9	-0,1	-3,2	0,6	
Германия	2,0	-0,5	-2,0	0,6	-0,1	0,0	2,1	1,1	1,7	-3,0	-1,6	1,7	2,0	-4,3	-0,3	
Франция	1,8	1,7	1,2	1,7	3,2	2,7	2,6	3,0	1,0	-2,0	0,6	1,9	-0,1	-1,6	1,4	
Италия	1,4	1,6	1,3	0,8	1,3	0,9	2,0	1,4	-1,7	-3,3	0,0	1,7	-2,4	-2,2	0,6	
Испания	2,8	3,8	3,2	3,8	4,8	5,1	5,1	4,2	0,2	-6,3	-1,7	1,8	-2,8	-5,5	-0,6	
Япония	1,2	1,0	-0,4	0,8	1,9	1,7	1,2	1,3	-0,8	-2,9	0,5	2,4	-1,6	-1,5	-0,8	
Соединенное Королевство	2,6	3,0	3,2	2,9	3,4	1,9	2,6	3,5	0,6	-4,8	-1,0	2,7	-2,9	-3,6	0,0	
Канада	2,4	1,2	3,2	4,6	4,2	4,8	4,7	4,3	2,4	-3,2	1,3	2,2	-1,0	-2,2	1,6	
Другие страны с развитой экономикой	4,0	0,6	4,1	1,8	4,7	3,4	3,9	4,5	1,7	-3,6	0,6	3,8	-3,2	-1,1	1,0	
<i>Для справки</i>																
Основные страны с развитой экономикой	2,6	1,1	1,3	2,1	3,1	2,3	2,4	1,7	0,0	-3,2	0,0	2,2	-1,4	-2,4	0,9	
Новые индустриальные страны Азии	5,7	0,1	4,9	0,7	4,9	2,9	4,2	4,5	1,7	-5,4	0,7	4,2	-4,8	-1,4	1,4	

¹Страны, представленные не в алфавитном порядке, перечислены в зависимости от объема их экономик.

²По сравнению с четвертым кварталом предыдущего года.

Таблица А3. Страны с развитой экономикой: компоненты реального ВВП

(Годовое изменение в процентах)

	Средние за десять лет										2009	2010
	1991–2000	2001–10	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008		
Расходы на частное потребление												
Страны с развитой экономикой	2,9	1,6	2,4	2,3	1,9	2,8	2,5	2,7	2,5	0,6	-1,4	0,3
Соединенные Штаты	3,5	2,1	2,5	2,7	2,8	3,6	3,0	3,0	2,8	0,2	-0,9	1,0
Зона евро	...	1,0	2,0	0,9	1,2	1,6	1,8	2,0	1,6	0,5	-1,3	-0,5
Германия	2,3	-0,1	1,9	-0,8	0,1	0,1	0,2	1,0	-0,4	-0,1	-1,1	-1,8
Франция	1,7	1,8	2,6	2,3	2,0	2,4	2,5	2,5	2,4	1,3	-0,4	0,4
Италия	1,7	0,3	0,7	0,2	1,0	0,7	1,1	1,2	1,2	-0,9	-1,9	-0,1
Испания	2,7	2,2	3,4	2,8	2,9	4,2	4,2	3,9	3,5	0,1	-3,1	-0,1
Япония	1,6	0,8	1,6	1,1	0,4	1,6	1,3	1,5	0,7	0,5	-1,0	0,3
Соединенное Королевство	2,8	1,5	3,1	3,5	3,0	2,9	1,9	2,1	3,1	1,4	-3,8	-1,5
Канада	2,4	2,6	2,3	3,6	3,0	3,3	3,7	4,3	4,5	3,0	-2,3	0,7
Другие страны с развитой экономикой	4,1	2,3	2,8	4,0	1,5	3,6	3,5	3,7	4,4	1,2	-2,1	0,5
<i>Для справки</i>												
Основные страны с развитой экономикой	2,7	1,5	2,2	2,0	2,0	2,6	2,3	2,4	2,1	0,5	-1,2	0,3
Новые индустриальные страны Азии	5,8	2,3	3,7	5,6	0,1	2,7	3,9	4,0	4,7	0,8	-3,1	0,6
Государственное потребление												
Страны с развитой экономикой	1,8	2,1	2,8	3,3	2,4	1,8	1,2	1,8	2,2	2,4	2,6	0,4
Соединенные Штаты	1,0	1,8	3,1	4,3	2,5	1,5	0,3	1,6	1,9	2,8	2,4	-2,5
Зона евро	...	2,0	2,1	2,4	1,7	1,6	1,5	1,9	2,3	2,0	2,3	2,1
Германия	1,7	1,4	0,5	1,5	0,4	-0,7	0,4	0,6	2,2	2,0	3,1	4,0
Франция	1,6	1,6	1,1	1,9	2,0	2,2	1,3	1,4	1,3	1,6	1,7	1,7
Италия	0,2	1,6	3,9	2,4	1,9	2,2	1,9	0,5	1,0	0,6	1,0	0,9
Испания	3,2	4,4	3,9	4,5	4,8	6,3	5,5	4,6	4,9	5,3	4,4	0,5
Япония	3,1	1,8	3,0	2,4	2,3	1,9	1,6	0,4	2,0	0,9	2,3	1,3
Соединенное Королевство	1,3	2,5	2,4	3,4	3,5	3,4	1,7	1,6	1,5	3,4	2,7	1,6
Канада	0,8	2,9	3,9	2,5	3,1	2,0	1,5	3,8	3,7	3,4	2,1	2,6
Другие страны с развитой экономикой	2,9	2,9	3,2	3,5	2,5	1,7	2,3	2,9	2,6	2,8	4,4	2,8
<i>Для справки</i>												
Основные страны с развитой экономикой	1,5	1,8	2,7	3,2	2,3	1,6	0,9	1,3	1,9	2,3	2,3	-0,2
Новые индустриальные страны Азии	4,4	3,6	3,8	4,0	2,7	1,9	2,7	3,8	3,5	3,4	6,7	4,1
Валовое накопление основного капитала												
Страны с развитой экономикой	3,6	-0,3	-0,7	-1,5	2,1	4,5	4,5	3,8	2,0	-1,8	-12,5	-2,6
Соединенные Штаты	5,7	-1,3	-1,7	-3,5	3,2	6,1	5,8	2,0	-2,0	-3,5	-14,5	-3,1
Зона евро	...	0,1	0,6	-1,4	1,3	2,3	3,3	5,5	4,3	0,7	-11,2	-3,7
Германия	2,2	-1,3	-3,7	-6,1	-0,3	-0,3	1,1	7,7	4,3	4,4	-12,6	-6,3
Франция	1,7	1,4	2,3	-1,6	2,2	3,3	4,4	5,1	5,0	0,5	-5,1	-1,4
Италия	1,3	-0,7	2,7	3,7	-1,2	2,3	0,8	2,9	2,0	-3,0	-14,9	-0,9
Испания	3,3	0,6	4,8	3,4	5,9	5,1	7,0	7,1	5,3	-3,0	-19,1	-7,3
Япония	-0,7	-1,6	-0,9	-4,9	-0,5	1,4	3,1	0,5	1,1	-4,6	-10,7	0,6
Соединенное Королевство	2,8	0,5	2,6	3,6	1,1	4,9	2,2	6,0	6,8	-3,1	-11,4	-6,2
Канада	2,8	3,3	4,0	1,6	6,2	7,8	9,2	7,1	3,9	0,8	-8,0	1,3
Другие страны с развитой экономикой	4,8	1,2	-3,8	4,0	2,8	7,2	4,3	5,7	6,4	0,3	-12,3	-0,9
<i>Для справки</i>												
Основные страны с развитой экономикой	3,4	-0,8	-0,6	-2,6	1,9	4,3	4,4	3,1	0,8	-2,3	-12,6	-2,7
Новые индустриальные страны Азии	6,5	-0,7	-5,7	2,4	2,5	7,8	1,8	4,0	4,9	-2,7	-17,9	-1,1

Таблица А3 (окончание)

	Средние за десять лет		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	1991–2000	2001–10										
Конечный внутренний спрос												
Страны с развитой экономикой	2,8	1,3	1,7	1,7	2,0	2,9	2,7	2,7	2,3	0,4	-2,9	-0,2
Соединенные Штаты	3,5	1,5	1,8	1,8	2,8	3,8	3,1	2,6	1,8	0,0	-2,7	-0,2
Зона евро	...	1,0	1,7	0,7	1,3	1,7	2,1	2,7	2,3	0,8	-2,8	-0,6
Германия	2,1	0,0	0,4	-1,4	0,1	-0,1	0,4	2,2	1,1	1,4	-2,8	-1,5
Франция	1,7	1,7	2,2	1,4	2,0	2,6	2,6	2,7	2,7	1,2	-0,9	0,4
Италия	1,3	0,4	1,7	1,3	0,7	1,4	1,2	1,4	1,3	-1,0	-4,0	0,0
Испания	2,9	2,2	3,9	3,2	4,0	4,8	5,2	4,9	4,2	0,1	-6,2	-1,7
Япония	1,2	0,4	1,2	-0,2	0,5	1,6	1,9	1,1	1,1	-0,6	-2,6	0,5
Соединенное Королевство	2,5	1,6	2,9	3,5	2,8	3,3	1,9	2,6	3,4	1,0	-3,8	-1,6
Канада	2,2	2,8	2,9	3,0	3,7	3,9	4,4	4,8	4,2	2,5	-2,8	1,2
Другие страны с развитой экономикой	4,1	2,0	1,0	4,2	2,0	4,0	3,5	3,8	4,5	1,2	-4,0	0,4
<i>Для справки</i>												
Основные страны с развитой экономикой	2,6	1,2	1,7	1,3	2,0	2,8	2,5	2,4	1,9	0,2	-2,7	-0,2
Новые индустриальные страны Азии	5,9	1,6	1,0	5,2	1,4	3,6	3,2	3,8	4,4	0,3	-6,3	0,5
Накопление запасов¹												
Страны с развитой экономикой	0,0	-0,1	-0,6	0,0	0,1	0,3	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,4	0,2
Соединенные Штаты	0,1	-0,1	-0,9	0,4	0,0	0,4	-0,1	0,0	-0,4	-0,2	-0,6	0,4
Зона евро	...	-0,1	-0,4	-0,3	0,1	0,2	-0,1	0,0	0,1	0,0	-0,1	0,0
Германия	-0,1	-0,1	-0,9	-0,6	0,5	0,0	-0,4	0,0	0,1	0,1	-0,1	0,0
Франция	0,1	-0,1	-0,5	-0,3	-0,3	0,6	0,1	-0,1	0,3	-0,2	-1,1	0,3
Италия	0,0	0,1	0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,3	0,5	0,0	-0,2	0,7	0,0
Испания	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,2	-0,1	0,0	-0,2	0,0
Япония	0,0	0,0	-0,2	-0,3	0,2	0,3	-0,1	0,2	0,3	-0,1	-0,3	0,0
Соединенное Королевство	0,1	-0,1	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,4	-1,0	0,6
Канада	0,2	-0,1	-1,7	0,2	0,8	0,1	0,3	-0,1	0,1	-0,1	-0,4	0,0
Другие страны с развитой экономикой	0,0	0,0	-0,5	0,1	-0,1	0,6	0,0	0,0	-0,1	0,3	-0,1	0,0
<i>Для справки</i>												
Основные страны с развитой экономикой	0,0	-0,1	-0,6	0,1	0,1	0,3	-0,1	0,1	-0,1	-0,2	-0,5	0,3
Новые индустриальные страны Азии	0,0	0,1	-0,9	0,4	-0,4	1,0	-0,1	0,2	-0,3	1,1	0,0	0,0
Сальдо внешних операций¹												
Страны с развитой экономикой	0,0	0,0	0,1	-0,1	-0,3	-0,2	-0,1	0,2	0,4	0,4	-0,3	0,0
Соединенные Штаты	-0,4	0,0	-0,2	-0,7	-0,4	-0,7	-0,2	0,0	0,6	1,3	0,7	-0,2
Зона евро	...	0,0	0,6	0,5	-0,6	0,3	-0,1	0,2	0,3	0,0	-0,9	0,1
Германия	0,0	0,5	1,7	2,0	-0,8	1,4	0,7	1,0	1,4	-0,3	-2,9	0,5
Франция	0,2	-0,5	0,1	-0,1	-0,6	-0,9	-0,7	-0,3	-0,9	-0,3	-0,9	-0,2
Италия	0,2	-0,2	0,2	-0,8	-0,8	0,2	-0,3	0,0	0,2	0,3	-0,7	-0,4
Испания	-0,1	-0,2	-0,2	-0,6	-0,8	-1,7	-1,7	-1,5	-0,8	1,0	3,7	1,0
Япония	0,1	0,0	-0,8	0,7	0,7	0,8	0,3	0,8	1,1	0,1	-3,6	0,0
Соединенное Королевство	0,0	-0,1	-0,5	-1,1	-0,1	-0,7	0,1	0,1	-0,7	0,2	0,9	0,6
Канада	0,6	-0,9	0,7	-0,1	-2,5	-0,9	-1,7	-1,3	-1,5	-1,9	0,4	-0,1
Другие страны с развитой экономикой	0,5	0,3	0,8	-0,2	0,6	0,2	0,6	0,8	0,7	-0,2	-0,3	0,2
<i>Для справки</i>												
Основные страны с развитой экономикой	-0,1	0,0	0,0	-0,2	-0,4	-0,2	-0,1	0,1	0,4	0,6	-0,5	-0,1
Новые индустриальные страны Азии	0,4	1,1	1,3	0,6	2,2	1,2	1,6	1,6	2,0	-0,3	0,1	0,4

¹Изменения, выраженные в процентах ВВП в предшествующий период.

Таблица А4. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны — по странам: реальный ВВП¹

(Годовое изменение в процентах)

	Среднее 1991–2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2014
Африка	2,4	4,9	6,5	5,5	6,7	5,8	6,1	6,2	5,2	2,0	3,9	5,4
Алжир	1,6	2,7	4,7	6,9	5,2	5,1	2,0	3,0	3,0	2,1	3,9	4,3
Ангола	1,3	3,1	14,5	3,3	11,2	20,6	18,6	20,3	14,8	-3,6	9,3	6,1
Бенин	4,5	6,2	4,4	4,0	3,0	2,9	3,8	4,6	5,0	3,8	3,0	6,0
Ботсвана	6,4	3,5	9,0	6,3	6,0	1,6	5,1	4,4	2,9	-10,4	14,3	3,5
Буркина-Фасо	5,3	6,6	4,7	7,3	4,6	7,1	5,5	3,6	5,0	3,5	4,1	6,0
Бурунди	-1,7	2,1	4,4	-1,2	4,8	0,9	5,1	3,6	4,5	3,5	3,8	5,0
Камерун ²	1,4	4,5	4,0	4,0	3,7	2,3	3,2	3,5	3,4	2,4	2,6	4,7
Кабо-Верде	6,8	6,1	5,3	4,7	4,3	6,5	10,8	7,8	5,9	2,5	3,0	6,4
Центральноафриканская Респ.	1,0	0,6	-0,6	-7,1	1,0	2,4	3,8	3,7	2,2	2,4	3,1	5,1
Чад	2,8	11,7	8,5	14,7	33,6	7,9	0,2	0,2	-0,4	2,8	2,5	1,8
Коморские Острова	1,1	3,3	4,1	2,5	-0,2	4,2	1,2	0,5	1,0	0,8	1,5	4,0
Демократич. Респ. Конго	-5,6	-2,1	3,5	5,8	6,6	7,9	5,6	6,3	6,2	2,7	5,5	7,5
Республика Конго	1,4	3,8	4,6	0,8	3,5	7,8	6,2	-1,6	5,6	9,5	11,9	2,8
Кот-д'Ивуар	3,1	0,0	-1,6	-1,7	1,6	1,9	0,7	1,6	2,3	3,7	4,2	6,0
Джибути	-1,7	2,0	2,6	3,2	3,0	3,2	4,8	5,1	5,8	5,1	5,4	7,1
Экваториальная Гвинея	31,6	63,4	19,5	14,0	38,0	9,7	1,3	21,4	11,3	-5,4	-2,8	-1,9
Эритрея	...	8,8	3,0	-2,7	1,5	2,6	-1,0	1,3	1,0	1,1	4,7	3,1
Эфиопия	2,9	7,7	1,2	-3,5	9,8	12,6	11,5	11,5	11,6	6,5	6,5	7,7
Габон	1,7	2,1	-0,3	2,4	1,1	3,0	1,2	5,6	2,0	0,7	2,7	2,8
Гамбия	4,2	5,8	-3,2	6,9	7,0	5,1	6,5	6,3	5,9	4,0	4,4	5,5
Гана	4,5	4,2	4,5	5,2	5,6	5,9	6,4	6,1	7,2	4,5	4,7	5,8
Гвинея	4,1	3,8	4,2	1,2	2,3	3,0	2,5	1,8	4,0	2,6	4,1	5,0
Гвинея-Бисау	0,9	-0,6	-4,2	-0,6	2,2	3,5	0,6	2,7	3,3	1,9	3,1	4,4
Кения	1,7	4,7	0,3	2,8	4,6	5,9	6,4	7,0	2,0	3,0	4,0	6,5
Лесото	3,8	3,0	1,6	3,9	4,6	0,7	8,1	5,1	3,5	0,6	3,0	4,4
Либерия	...	2,9	3,7	-31,3	2,6	5,3	7,8	9,5	7,1	4,9	7,5	12,9
Мадагаскар	1,7	6,0	-12,4	9,8	5,3	4,6	5,0	6,2	5,0	-0,2	2,0	5,7
Малави	3,4	-4,1	1,7	5,7	5,4	3,3	6,7	8,6	9,7	6,9	6,0	5,3
Мали	3,6	12,1	4,3	7,2	1,2	6,1	5,3	4,3	5,0	3,9	4,1	5,3
Мавритания	2,9	2,9	1,1	5,6	5,2	5,4	11,4	1,0	2,2	2,3	4,7	5,9
Маврикий	6,0	4,2	1,5	3,8	4,8	3,4	3,5	4,2	6,6	2,1	2,3	4,2
Марокко	2,4	7,6	3,3	6,3	4,8	3,0	7,8	2,7	5,4	4,4	4,4	6,0
Мозамбик	6,5	12,3	9,2	6,5	7,9	8,4	8,7	7,0	6,2	4,3	4,0	6,5
Намибия	3,9	1,2	4,8	4,3	12,3	2,5	7,2	4,1	2,9	-0,7	1,8	3,1
Нигер	1,0	8,0	5,3	7,1	-0,8	8,4	5,8	3,3	9,5	3,0	4,5	5,6
Нигерия	1,9	8,2	21,2	10,3	10,6	5,4	6,2	6,4	5,3	2,9	2,6	6,3
Руанда	0,7	8,5	11,0	0,3	5,3	7,2	7,3	7,9	11,2	5,6	5,8	6,1
Сан-Томе и Принсипи	1,5	3,1	11,6	5,4	6,6	5,7	6,7	6,0	5,8	5,0	6,0	8,0
Сенегал	3,1	4,6	0,7	6,7	5,9	5,6	2,4	4,7	2,5	3,1	3,4	4,9
Сейшельские Острова	4,5	-2,3	1,2	-5,9	-2,9	7,5	8,3	7,3	0,1	-9,6	2,6	5,0
Сьерра-Леоне	-7,6	18,2	27,4	9,5	7,4	7,3	7,4	6,4	5,5	4,5	5,3	5,6
Южная Африка	1,8	2,7	3,7	3,1	4,9	5,0	5,3	5,1	3,1	-0,3	1,9	4,4
Судан	3,5	6,2	5,4	7,1	5,1	6,3	11,3	10,2	6,8	4,0	5,0	5,0
Свазиленд	2,9	1,0	1,8	3,9	2,5	2,2	2,9	3,5	2,5	0,5	2,6	2,5
Танзания	2,9	6,0	7,2	6,9	7,8	7,4	6,7	7,1	7,5	5,0	5,7	7,5
Того	0,9	-2,3	-0,3	5,2	2,4	1,2	3,9	1,9	1,1	1,7	2,1	4,0
Тунис	4,7	5,0	1,7	5,6	6,0	4,0	5,5	6,3	4,5	3,3	3,8	6,0
Уганда	6,2	5,2	8,7	6,5	6,8	6,3	10,8	8,6	9,5	6,2	5,5	7,0
Замбия	-0,2	4,9	3,3	5,1	5,4	5,3	6,2	6,3	6,0	4,0	4,5	5,9
Зимбабве ³	0,6	-2,7	-4,4	-10,4	-3,6	-4,0	-5,4	-6,1	...	...	...	...

Таблица А4 (продолжение)

	Среднее 1991–2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2014
Центральная и Восточная Европа⁴	2,0	0,0	4,4	4,9	7,3	6,0	6,6	5,4	2,9	-3,7	0,8	4,0
Албания	1,3	7,0	4,2	5,8	5,7	5,8	5,5	6,3	6,8	0,4	2,0	6,0
Босния и Герцеговина	...	3,6	5,0	3,5	6,3	3,9	6,9	6,8	5,5	-3,0	0,5	4,5
Болгария	-4,0	4,1	4,5	5,0	6,6	6,2	6,3	6,2	6,0	-2,0	-1,0	5,0
Хорватия	...	3,8	5,4	5,0	4,2	4,2	4,7	5,5	2,4	-3,5	0,3	4,0
Эстония	...	7,7	7,8	7,1	7,5	9,2	10,4	6,3	-3,6	-10,0	-1,0	4,5
Венгрия	1,0	4,1	4,1	4,2	4,8	4,0	4,0	1,1	0,6	-3,3	-0,4	4,5
Латвия	...	8,0	6,5	7,2	8,7	10,6	12,2	10,0	-4,6	-12,0	-2,0	4,0
Литва	...	6,7	6,9	10,2	7,4	7,8	7,8	8,9	3,0	-10,0	-3,0	5,5
БЮР Македония	...	-4,5	0,9	2,8	4,1	4,1	4,0	5,9	5,0	-2,0	1,0	2,0
Черногория	...	1,1	1,9	2,5	4,4	4,2	8,6	10,7	7,5	-2,7	-2,0	4,0
Польша	3,8	1,2	1,4	3,9	5,3	3,6	6,2	6,7	4,8	-0,7	1,3	4,3
Румыния	-1,6	5,6	5,0	5,3	8,5	4,1	7,9	6,2	7,1	-4,1	-0,0	4,1
Сербия	...	5,6	3,9	2,4	8,3	5,6	5,2	6,9	5,4	-2,0	0,0	5,5
Турция	3,7	-5,7	6,2	5,3	9,4	8,4	6,9	4,7	1,1	-5,1	1,5	3,5
Содружество Независимых Государств^{4,5}	...	6,1	5,2	7,8	8,2	6,7	8,4	8,6	5,5	-5,1	1,2	5,3
Россия	...	5,1	4,7	7,3	7,2	6,4	7,7	8,1	5,6	-6,0	0,5	5,0
Кроме России	...	8,9	6,6	9,1	10,8	7,4	10,2	9,9	5,3	-2,9	3,1	5,9
Армения	...	9,6	13,2	14,0	10,5	14,0	13,2	13,8	6,8	-5,0	0,0	5,0
Азербайджан	...	6,5	8,1	10,5	10,4	24,3	30,5	23,4	11,6	2,5	12,3	-0,8
Беларусь	...	4,7	5,0	7,0	11,4	9,4	10,0	8,6	10,0	-4,3	1,6	5,7
Грузия	...	4,7	5,5	11,1	5,9	9,6	9,4	12,4	2,0	1,0	3,0	5,0
Казахстан	...	13,5	9,8	9,3	9,6	9,7	10,7	8,9	3,2	-2,0	1,5	8,0
Кыргызская Республика	...	5,3	-0,0	7,0	7,0	-0,2	3,1	8,5	7,6	0,9	2,9	5,6
Молдова	...	6,1	7,8	6,6	7,4	7,5	4,8	4,0	7,2	-3,4	0,0	5,0
Монголия	0,3	0,2	4,7	7,0	10,6	7,3	8,6	10,2	8,9	2,7	4,3	6,0
Таджикистан	...	10,2	9,1	10,2	10,6	6,7	7,0	7,8	7,9	2,0	3,0	7,0
Туркменистан	...	20,4	15,8	17,1	14,7	13,0	11,4	11,6	9,8	6,9	7,0	8,4
Украина	...	9,2	5,2	9,6	12,1	2,7	7,3	7,9	2,1	-8,0	1,0	6,0
Узбекистан	...	4,2	4,0	4,2	7,7	7,0	7,3	9,5	9,0	7,0	7,0	6,0

Таблица А4 (продолжение)

	Среднее 1991–2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2014
Развивающиеся страны Азии	7,4	5,8	6,9	8,2	8,6	9,0	9,8	10,6	7,7	4,8	6,1	8,8
Исламская Респ. Афганистан	...	...	...	15,1	8,8	16,1	8,2	12,1	3,4	9,0	7,0	9,4
Бангладеш	4,9	4,8	4,8	5,8	6,1	6,3	6,5	6,3	5,6	5,0	5,4	7,0
Бутан	5,0	6,8	10,9	7,2	6,8	7,0	8,8	17,9	6,6	5,7	6,6	6,7
Бруней-Даруссалам	...	2,7	3,9	2,9	0,5	0,4	4,4	0,6	-1,5	0,2	0,6	1,7
Камбоджа	...	8,1	6,6	8,5	10,3	13,3	10,8	10,2	6,0	-0,5	3,0	7,5
Китай	10,4	8,3	9,1	10,0	10,1	10,4	11,6	13,0	9,0	6,5	7,5	10,0
Фиджи	5,0	2,0	3,2	1,0	5,5	0,7	3,3	-6,6	0,2	-1,8	1,2	2,8
Индия	5,6	3,9	4,6	6,9	7,9	9,2	9,8	9,3	7,3	4,5	5,6	8,0
Индонезия	4,0	3,6	4,5	4,8	5,0	5,7	5,5	6,3	6,1	2,5	3,5	6,0
Кирибати	5,2	-5,1	6,1	2,3	2,2	0,0	3,2	-0,5	3,4	1,5	1,1	1,1
Лаосская НДР	6,3	5,7	5,9	6,1	6,4	7,1	8,4	7,5	7,2	4,4	4,7	7,1
Малайзия	7,1	0,5	5,4	5,8	6,8	5,3	5,8	6,3	4,6	-3,5	1,3	6,0
Мальдивские Острова	7,5	3,5	6,5	8,5	9,5	-4,6	18,0	7,2	5,7	-1,3	2,9	5,5
Мьянма	7,1	11,3	12,0	13,8	13,6	13,6	13,1	11,9	4,5	5,0	4,0	4,0
Непал	5,0	5,6	0,1	3,9	4,7	3,1	3,7	3,2	4,7	3,6	3,3	5,5
Пакистан	3,9	2,0	3,2	4,8	7,4	7,7	6,2	6,0	6,0	2,5	3,5	7,0
Папуа-Новая Гвинея	4,6	-0,1	-0,2	2,2	2,7	3,6	2,6	6,5	7,0	3,9	3,7	2,4
Филиппины	3,0	1,8	4,4	4,9	6,4	5,0	5,4	7,2	4,6	0,0	1,0	5,0
Самоа	3,2	8,1	5,5	2,1	2,4	6,0	1,8	6,0	4,5	4,0	3,5	3,5
Соломоновы Острова	2,5	-8,0	-2,8	6,5	8,0	5,0	6,1	10,2	7,3	4,0	3,4	7,3
Шри-Ланка	5,2	-1,5	4,0	5,9	5,4	6,2	7,7	6,8	6,0	2,2	3,6	5,5
Таиланд	4,4	2,2	5,3	7,1	6,3	4,6	5,2	4,9	2,6	-3,0	1,0	6,0
Тимор-Лешти	...	18,9	2,4	0,1	4,2	6,2	-5,8	8,4	12,8	7,2	7,9	7,8
Тонга	1,6	2,6	3,0	3,2	1,4	5,4	0,6	-3,2	1,2	2,6	1,9	1,6
Вануату	2,8	-2,5	-7,4	3,2	5,5	6,5	7,4	6,8	6,6	3,0	3,5	4,5
Вьетнам	7,6	6,9	7,1	7,3	7,8	8,4	8,2	8,5	6,2	3,3	4,0	7,0
Ближний Восток	4,0	2,6	3,8	7,0	6,0	5,8	5,7	6,3	5,9	2,5	3,5	4,5
Бахрейн	4,6	4,6	5,2	7,2	5,6	7,9	6,7	8,1	6,1	2,6	3,5	4,9
Египет	4,4	3,5	3,2	3,2	4,1	4,5	6,8	7,1	7,2	3,6	3,0	6,0
Исламская Респ. Иран	3,7	3,7	7,5	7,2	5,1	4,7	5,8	7,8	4,5	3,2	3,0	2,2
Ирак	...	...	...	...	...	-0,7	6,2	1,5	9,8	6,9	6,7	4,7
Иордания	4,7	5,3	5,8	4,2	8,6	8,1	8,0	6,6	6,0	3,0	4,0	5,5
Кувейт	3,7	0,2	3,0	17,3	10,2	10,6	5,1	2,5	6,3	-1,1	2,4	4,6
Ливан	7,1	4,5	3,3	4,1	7,5	2,6	0,6	7,5	8,5	3,0	4,0	4,5
Ливия	0,2	-4,3	-1,3	13,0	4,4	10,3	6,7	6,8	6,7	1,1	2,8	8,4
Оман	4,6	7,5	2,6	2,0	5,3	6,0	6,8	6,4	6,2	3,0	3,8	6,5
Катар	6,9	6,3	3,2	6,3	17,7	9,2	15,0	15,3	16,4	18,0	16,4	3,3
Саудовская Аравия	2,7	0,5	0,1	7,7	5,3	5,6	3,0	3,5	4,6	-0,9	2,9	5,1
Сирийская Арабская Респ.	4,8	3,7	5,9	-2,1	6,7	4,5	5,1	4,2	5,2	3,0	2,8	5,2
Объед. Арабские Эмираты	4,4	1,7	2,6	11,9	9,7	8,2	9,4	6,3	7,4	-0,6	1,6	5,1
Йеменская Республика	5,7	3,8	3,9	3,7	4,0	5,6	3,2	3,3	3,9	7,7	4,7	4,5

Таблица А4 (окончание)

	Среднее 1991–2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2014
Западное полушарие	3,3	0,7	0,6	2,2	6,0	4,7	5,7	5,7	4,2	-1,5	1,6	4,3
Антигуа и Барбуда	3,4	1,5	2,0	4,3	5,2	5,5	12,4	6,9	4,2	-2,0	0,0	4,9
Аргентина	4,2	-4,4	-10,9	8,8	9,0	9,2	8,5	8,7	7,0	-1,5	0,7	3,0
Багамские Острова	2,1	0,8	2,3	1,0	-0,2	3,3	4,6	2,8	-1,3	-4,5	-0,5	1,8
Барбадос	1,0	-2,6	0,7	2,0	4,8	3,9	3,2	3,4	0,6	-3,5	0,5	3,0
Белиз	6,0	5,0	5,1	9,3	4,6	3,0	4,7	1,2	3,0	1,0	2,0	2,5
Боливия	3,8	1,7	2,5	2,7	4,2	4,4	4,8	4,6	5,9	2,2	2,9	3,6
Бразилия	2,5	1,3	2,7	1,1	5,7	3,2	4,0	5,7	5,1	-1,3	2,2	4,5
Чили	6,5	3,5	2,2	4,0	6,0	5,6	4,6	4,7	3,2	0,1	3,0	5,0
Колумбия	2,7	2,2	2,5	4,6	4,7	5,7	6,9	7,5	2,5	0,0	1,3	4,5
Коста-Рика	5,2	1,1	2,9	6,4	4,3	5,9	8,8	7,8	2,9	0,5	1,5	5,2
Доминика	2,1	-4,2	-5,1	0,1	3,0	3,3	4,0	1,5	2,6	1,1	2,0	3,0
Доминиканская Республика	6,1	1,8	5,8	-0,3	1,3	9,3	10,7	8,5	4,8	0,5	2,0	7,0
Эквадор	2,2	5,3	4,2	3,6	8,0	6,0	3,9	2,5	5,3	-2,0	1,0	3,0
Сальвадор	4,6	1,7	2,3	2,3	1,9	3,1	4,2	4,7	2,5	0,0	0,5	4,5
Гренада	4,5	-3,0	1,6	7,1	-5,7	11,0	-2,3	4,5	0,3	-0,7	1,0	3,9
Гватемала	3,7	2,4	3,9	2,5	3,2	3,3	5,4	6,3	4,0	1,0	1,8	4,0
Гайана	4,9	2,3	1,1	-0,7	1,6	-1,9	5,1	5,4	3,2	2,6	3,4	3,8
Гаити	0,3	-1,0	-0,3	0,4	-3,5	1,8	2,3	3,4	1,3	1,0	2,0	3,7
Гондурас	3,3	2,7	3,8	4,5	6,2	6,1	6,6	6,3	4,0	1,5	1,9	3,0
Ямайка	0,5	1,3	1,0	3,5	1,4	1,0	2,7	1,4	-1,2	-2,6	-0,3	2,1
Мексика	3,5	-0,2	0,8	1,7	4,0	3,2	5,1	3,3	1,3	-3,7	1,0	4,9
Никарагуа	3,6	3,0	0,8	2,5	5,3	4,4	3,9	3,2	3,0	0,5	1,0	4,0
Панама	5,5	0,6	2,2	4,2	7,5	7,2	8,5	11,5	9,2	3,0	4,0	6,5
Парагвай	1,8	2,1	0,0	3,8	4,1	2,9	4,3	6,8	5,8	0,5	1,5	5,0
Перу	4,0	0,2	5,0	4,0	5,0	6,8	7,7	8,9	9,8	3,5	4,5	5,5
Сент-Китс и Невис	4,1	2,0	1,0	0,5	7,6	5,6	5,3	2,9	3,0	-1,2	0,0	2,0
Сент-Люсия	2,2	-4,1	0,6	3,5	4,5	3,8	5,0	1,7	1,7	-1,4	0,0	4,2
Сент-Винсент и Гренадины	3,1	-0,1	3,2	2,8	6,8	2,6	7,6	7,0	0,9	0,1	1,2	4,1
Суринам	0,7	6,8	2,6	6,0	8,2	4,5	4,8	5,5	6,5	2,8	2,5	4,7
Тринидад и Тобаго	4,5	3,8	7,9	14,4	7,8	5,4	13,3	5,5	3,4	0,5	2,0	3,3
Уругвай	3,0	-3,8	-7,7	0,8	5,0	7,5	4,6	7,6	8,9	1,3	2,0	3,8
Венесуэла	2,1	3,4	-8,9	-7,8	18,3	10,3	10,3	8,4	4,8	-2,2	-0,5	0,5

¹По многим странам показатели за последние годы представляют собой оценки персонала МВФ. По некоторым странам данные приводятся за бюджетные годы.

²Процентные изменения в 2002 году рассчитаны за период в 18 месяцев, что связано с изменением цикла бюджетного года (с «июль-июнь» на «январь-декабрь»).

³Учитывая последние тенденции, нет возможности прогнозировать ВВП с какой-либо степенью точности, поэтому прогнозы на 2008 год и последующие периоды не приводятся.

⁴По ряду стран данные относятся к реальному чистому материальному продукту (ЧМП) или представляют собой оценки, основанные на ЧМП. По многим странам показатели за последние годы представляют собой оценки персонала МВФ. Эти показатели следует рассматривать исключительно как характеристики общего порядка величины, поскольку достоверные, сопоставимые данные, как правило, отсутствуют. В частности, последние показатели не в полной мере отражают рост выпуска продукции новых частных предприятий неформального сектора экономики.

⁵Монголия, которая не является членом Содружества Независимых Государств, включена в эту группу в силу ее географического положения и схожих характеристик структуры экономики.

Таблица А5. Сводные данные по инфляции

(В процентах)

	Среднее 1991–2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2014
Дефляторы ВВП												
Страны с развитой экономикой	2,4	2,0	1,6	1,7	2,0	2,1	2,1	2,2	2,0	0,8	0,6	1,6
Соединенные Штаты	2,1	2,4	1,7	2,1	2,9	3,3	3,2	2,7	2,2	0,9	0,4	2,0
Зона евро	...	2,5	2,6	2,2	1,9	2,0	2,0	2,3	2,3	1,0	1,0	1,7
Япония	0,2	-1,2	-1,5	-1,6	-1,1	-1,2	-0,9	-0,7	-1,0	0,9	-0,7	0,5
Другие страны с развитой экономикой ¹	3,2	2,1	1,8	2,2	2,3	2,0	2,0	2,6	2,9	1,0	1,8	1,9
Потребительские цены												
Страны с развитой экономикой	2,7	2,2	1,5	1,8	2,0	2,3	2,4	2,2	3,4	-0,2	0,3	1,9
Соединенные Штаты	2,8	2,8	1,6	2,3	2,7	3,4	3,2	2,9	3,8	-0,9	-0,1	2,2
Зона евро ²	...	2,4	2,3	2,1	2,2	2,2	2,2	2,1	3,3	0,4	0,6	1,5
Япония	0,8	-0,7	-0,9	-0,3	0,0	-0,3	0,3	0,0	1,4	-1,0	-0,6	1,0
Другие страны с развитой экономикой ¹	3,3	2,2	1,7	1,8	1,8	2,1	2,1	2,1	3,8	0,8	1,1	2,2
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	44,5	7,7	6,8	6,7	5,9	5,7	5,4	6,4	9,3	5,7	4,7	4,2
Региональные группы												
Африка	24,6	10,9	9,1	8,7	6,6	7,1	6,3	6,3	10,1	9,0	6,3	4,8
Центральная и Восточная Европа	59,4	24,4	18,9	11,3	6,6	5,6	5,7	6,1	8,0	4,6	4,2	3,3
Содружество Независимых Государств ³	...	20,3	14,0	12,3	10,4	12,1	9,4	9,7	15,6	12,6	9,5	6,9
Развивающиеся страны Азии	8,2	2,8	2,1	2,6	4,1	3,8	4,2	5,4	7,4	2,8	2,4	2,8
Ближний Восток	10,3	3,8	5,3	6,1	7,1	6,2	6,8	10,5	15,6	11,0	8,5	5,8
Западное полушарие	64,8	6,5	8,6	10,4	6,6	6,3	5,3	5,4	7,9	6,6	6,2	6,3
<i>Для справки</i>												
Европейский союз	7,6	3,0	2,5	2,2	2,3	2,3	2,3	2,4	3,7	0,8	0,8	1,7
Аналитические группы												
По источникам экспортных доходов												
Топливо	78,0	13,6	12,0	11,5	9,9	9,6	8,4	9,8	15,3	12,3	10,6	8,4
Товары, кроме топлива, в том числе первичные продукты	35,8	6,3	5,6	5,5	5,0	4,8	4,7	5,6	7,9	4,2	3,4	3,3
	51,3	15,1	8,5	6,1	3,7	6,6	6,7	7,0	10,9	7,1	5,8	4,6
По источникам внешнего финансирования												
Страны – чистые дебиторы,	42,6	8,3	8,1	7,4	5,4	5,7	5,7	5,9	8,6	6,3	4,7	4,2
в том числе официальное финансирование	22,1	6,3	3,7	5,9	6,7	7,8	8,0	8,4	14,8	9,6	6,2	4,9
Страны – чистые дебиторы по состоянию обслуживания долга												
Страны, имевшие просроченную задолженность, и/или страны, которым предоставлялось переоформление долга, в период с 2003 по 2007 год	32,1	9,3	12,8	9,5	6,8	8,2	8,7	8,1	11,1	10,4	6,6	6,0
<i>Для справки</i>												
Медианный уровень инфляции												
Страны с развитой экономикой	2,6	2,6	2,3	2,1	2,0	2,1	2,2	2,1	3,8	0,5	1,0	2,0
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	9,7	4,7	3,6	4,2	4,5	5,7	6,1	6,3	10,4	5,5	5,0	4,0

¹В этой таблице «другие страны с развитой экономикой» означает страны с развитой экономикой, за исключением Соединенных Штатов, стран зоны евро и Японии.²На основе гармонизированного индекса потребительских цен Евростата.³Монголия, которая не является членом Содружества Независимых Государств, включена в эту группу в силу ее географического положения и схожих характеристик структуры экономики.

Таблица А6. Страны с развитой экономикой: потребительские цены

(Годовое изменение в процентах)

	Среднее 1991–2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2014	На конец периода			
													2008	2009	2010	
Потребительские цены																
Страны с развитой экономикой	2,7	2,2	1,5	1,8	2,0	2,3	2,4	2,2	3,4	-0,2	0,3	1,9	1,6	0,0	0,4	
Соединенные Штаты	2,8	2,8	1,6	2,3	2,7	3,4	3,2	2,9	3,8	-0,9	-0,1	2,2	0,8	-0,1	0,1	
Зона евро ¹	...	2,4	2,3	2,1	2,2	2,2	2,2	2,1	3,3	0,4	0,6	1,5	1,6	0,9	0,6	
Германия	2,3	1,9	1,4	1,0	1,8	1,9	1,8	2,3	2,8	0,1	-0,4	0,7	1,1	-1,0	-0,4	
Франция	1,8	1,8	1,9	2,2	2,3	1,9	1,9	1,6	3,2	0,5	1,0	1,8	1,2	0,5	1,0	
Италия	3,7	2,3	2,6	2,8	2,3	2,2	2,2	2,0	3,5	0,7	0,6	1,8	3,4	0,7	0,6	
Испания	4,0	2,8	3,6	3,1	3,1	3,4	3,6	2,8	4,1	0,0	0,9	1,7	1,5	0,4	0,8	
Нидерланды	2,3	5,1	3,8	2,2	1,4	1,5	1,7	1,6	2,2	0,3	1,1	1,5	2,2	0,3	1,1	
Бельгия	2,0	2,4	1,6	1,5	1,9	2,5	2,3	1,8	4,5	0,5	1,0	1,5	2,7	0,0	1,4	
Греция	9,1	3,7	3,9	3,4	3,0	3,5	3,3	3,0	4,2	1,6	2,1	2,5	3,2	1,9	2,1	
Австрия	2,0	2,3	1,7	1,3	2,0	2,1	1,7	2,2	3,2	0,5	1,3	1,9	1,5	1,4	1,2	
Португалия	4,7	4,4	3,7	3,3	2,5	2,1	3,0	2,4	2,6	0,3	1,0	1,8	2,6	0,3	1,0	
Финляндия	1,9	2,7	2,0	1,3	0,1	0,8	1,3	1,6	3,9	1,0	1,1	1,3	3,4	1,9	1,1	
Ирландия	2,6	4,0	4,7	4,0	2,3	2,2	2,7	2,9	3,1	-0,6	1,0	1,9	1,3	0,3	1,3	
Словацкая Республика	...	7,2	3,5	8,4	7,5	2,8	4,3	1,9	3,9	1,7	2,3	2,3	3,5	2,0	2,3	
Словения	...	8,4	7,5	5,6	3,6	2,5	2,5	3,6	5,7	0,5	1,5	3,0	2,1	0,5	2,1	
Люксембург	2,2	2,7	2,1	2,0	2,2	2,5	2,7	2,3	3,4	0,2	1,8	1,6	0,9	2,1	1,5	
Кипр	3,8	2,0	2,8	4,0	1,9	2,0	2,2	2,2	4,4	0,9	2,4	2,8	1,8	1,2	2,4	
Мальта	3,1	2,5	2,6	1,9	2,7	2,5	2,6	0,7	4,7	1,8	1,7	2,5	5,0	1,3	2,0	
Япония	0,8	-0,7	-0,9	-0,3	0,0	-0,3	0,3	0,0	1,4	-1,0	-0,6	1,0	0,4	-1,3	-0,4	
Соединенное Королевство ¹	2,7	1,2	1,3	1,4	1,3	2,0	2,3	2,3	3,6	1,5	0,8	1,8	3,9	0,8	1,0	
Канада	2,0	2,5	2,3	2,7	1,8	2,2	2,0	2,1	2,4	0,0	0,5	2,1	1,9	-0,2	0,9	
Корея	5,1	4,1	2,8	3,5	3,6	2,8	2,2	2,5	4,7	1,7	3,0	3,0	4,1	1,5	3,0	
Австралия	2,2	4,4	3,0	2,8	2,3	2,7	3,5	2,3	4,4	1,6	1,3	2,5	3,7	1,9	1,1	
Тайвань, провинция Китая	2,6	0,0	-0,2	-0,3	1,6	2,3	0,6	1,8	3,5	-2,0	1,0	2,0	3,7	-1,0	0,0	
Швеция	2,7	2,7	1,9	2,3	1,0	0,8	1,5	1,7	3,3	-0,2	0,0	2,0	2,1	-0,5	0,5	
Швейцария	1,9	1,0	0,6	0,6	0,8	1,2	1,0	0,7	2,4	-0,6	-0,3	1,0	1,2	-0,6	-0,3	
САР Гонконг	5,3	-1,6	-3,0	-2,6	-0,4	0,9	2,0	2,0	4,3	1,0	1,0	2,6	2,0	1,3	1,0	
Чешская Республика	13,3	4,7	1,9	0,1	2,8	1,8	2,5	2,9	6,3	1,0	1,6	2,0	3,6	1,0	1,6	
Норвегия	2,3	3,0	1,3	2,5	0,5	1,5	2,3	0,7	3,8	1,5	1,9	2,5	2,1	1,0	2,3	
Сингапур	1,7	1,0	-0,4	0,5	1,7	0,5	1,0	2,1	6,5	0,0	1,1	1,8	5,4	-1,5	2,0	
Дания	2,1	2,4	2,4	2,1	1,2	1,8	1,9	1,7	3,4	-0,3	0,0	2,0	2,9	-0,6	0,3	
Израиль	9,5	1,1	5,7	0,7	-0,4	1,3	2,1	0,5	4,7	1,4	0,8	2,0	4,8	-0,1	1,1	
Новая Зеландия	1,8	2,6	2,6	1,7	2,3	3,0	3,4	2,4	4,0	1,3	1,1	2,1	3,4	0,8	1,3	
Исландия	3,2	6,7	4,8	2,1	3,2	4,0	6,8	5,0	12,4	10,6	2,4	2,5	18,1	3,0	2,3	
<i>Для справки</i>																
Основные страны с развитой экономикой	2,4	1,9	1,3	1,7	2,0	2,3	2,3	2,1	3,2	-0,4	0,0	1,8	1,2	-0,2	0,2	
Новые индустриальные страны Азии	4,1	1,9	1,0	1,4	2,4	2,2	1,6	2,2	4,5	0,4	2,0	2,6	3,9	0,5	1,8	

¹На основе гармонизированного индекса потребительских цен Евростата.

Таблица А7. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны – по странам: потребительские цены¹

(Годовое изменение в процентах)

	Среднее										На конец периода				
	1991–2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2014	2008	2009	2010
Африка	24,6	10,9	9,1	8,7	6,6	7,1	6,3	6,3	10,1	9,0	6,3	4,8	11,6	7,0	5,6
Алжир	16,3	4,2	1,4	2,6	3,6	1,6	2,5	3,6	4,5	4,6	3,4	3,0	5,8	3,5	3,3
Ангола	549,4	152,6	108,9	98,3	43,6	23,0	13,3	12,2	12,5	12,1	8,9	0,0	13,2	10,0	8,0
Бенин	7,6	4,0	2,4	1,5	0,9	5,4	3,8	1,3	8,0	4,0	2,8	2,8	9,9	3,5	3,3
Ботсвана	10,6	6,6	8,0	9,2	7,0	8,6	11,6	7,1	12,6	8,1	5,2	4,0	13,7	5,7	4,8
Буркина-Фасо	4,4	4,7	2,3	2,0	-0,4	6,4	2,4	-0,2	10,7	4,7	2,3	2,0	11,6	3,3	2,0
Бурунди	15,2	9,3	-1,3	10,7	8,0	13,4	2,8	8,3	24,4	10,9	7,5	5,0	25,7	7,8	7,3
Камерун ²	4,9	2,8	6,3	0,6	0,3	2,0	4,9	1,1	5,3	2,3	2,0	2,0	5,3	-0,1	2,0
Кабо-Верде	5,9	3,7	1,9	1,2	-1,9	0,4	4,8	4,4	6,8	3,5	2,7	2,0	6,7	3,3	2,7
Центральноафриканская Республика	3,9	3,8	2,3	4,4	-2,2	2,9	6,7	0,9	9,3	5,2	2,6	2,5	13,0	3,8	1,5
Чад	4,5	12,4	5,2	-1,8	-4,8	3,7	7,7	-7,4	8,3	3,0	3,0	3,0	9,7	3,0	3,0
Коморские Острова	3,9	5,6	3,6	3,7	4,5	3,0	3,4	4,5	4,8	4,9	2,4	3,0	7,4	2,3	2,5
Демократич. Респ. Конго	977,6	357,3	25,3	12,8	4,0	21,4	13,2	16,7	18,0	33,9	19,9	8,7	27,6	24,8	15,0
Республика Конго	7,3	0,8	3,0	1,7	3,7	2,5	4,7	2,6	6,0	9,5	5,1	3,0	11,4	6,4	3,8
Кот-д'Ивуар	6,0	4,4	3,1	3,3	1,5	3,9	2,5	1,9	6,3	5,9	3,2	2,5	9,0	3,4	3,0
Джибути	3,6	1,8	0,6	2,0	3,1	3,1	3,5	5,0	12,0	5,5	5,0	3,0	12,0	5,5	5,0
Экваториальная Гвинея	6,5	8,8	7,6	7,3	4,2	5,7	4,5	2,8	5,9	4,1	6,1	4,1	6,0	5,7	4,9
Эритрея	...	14,6	16,9	22,7	25,1	12,5	15,1	9,3	11,0	10,5	9,7	8,5	11,0	10,0	9,5
Эфиопия	7,2	-5,2	-7,2	15,1	8,6	6,8	12,3	15,8	25,3	42,2	13,3	9,1	55,3	15,7	12,1
Габон	4,0	2,1	0,2	2,1	0,4	1,2	-1,4	5,0	5,3	2,6	3,0	2,5	5,6	0,5	3,0
Гамбия	4,2	4,5	8,6	17,0	14,3	5,0	2,1	5,4	4,5	6,4	5,7	5,0	6,8	6,0	5,5
Гана	25,6	32,9	14,8	26,7	12,6	15,1	10,2	10,7	16,5	14,6	7,6	5,0	18,1	11,0	8,0
Гвинея	7,3	6,8	5,4	3,0	11,0	17,5	31,4	34,7	22,9	18,4	5,9	5,0	12,8	13,5	10,3
Гвинея-Бисау	32,8	3,3	-2,2	-3,5	0,8	5,6	-0,1	4,6	10,4	3,6	3,6	2,6	8,7	2,1	2,9
Кения	15,9	5,8	2,0	9,8	11,6	10,3	14,5	9,8	13,1	8,3	5,0	5,0	13,8	6,0	5,0
Лесото	10,5	6,9	12,5	7,3	5,0	3,4	6,1	8,0	10,7	6,6	6,1	5,6	10,6	6,4	5,2
Либерия	...	12,1	14,2	10,3	3,6	6,9	7,2	11,4	17,5	2,0	4,5	5,0	9,4	4,0	5,0
Мадагаскар	16,2	6,9	16,2	-1,1	14,0	18,4	10,8	10,4	9,2	9,4	8,1	5,0	10,1	8,7	7,4
Малави	30,9	27,2	17,4	9,6	11,4	15,5	13,9	7,9	8,7	10,1	8,0	6,2	9,9	9,2	7,8
Мали	3,6	5,2	4,9	-1,2	-3,1	6,4	1,5	1,5	9,1	2,5	2,8	2,8	7,4	2,9	2,9
Мавритания	5,1	7,7	5,4	5,3	10,4	12,1	6,2	7,3	7,3	4,9	5,8	5,0	3,9	6,0	5,5
Маврикий	7,5	5,4	6,5	3,9	4,7	4,9	8,9	9,1	8,8	7,3	5,1	6,0	9,7	5,0	5,2
Марокко	4,0	0,6	2,8	1,2	1,5	1,0	3,3	2,0	3,9	3,0	2,8	2,6	4,2	3,0	2,8
Мозамбик	28,7	9,1	16,8	13,5	12,6	6,4	13,2	8,2	10,3	5,4	5,2	5,3	6,2	5,4	5,3
Намибия	9,9	9,3	11,3	7,2	4,1	2,3	5,1	6,7	10,3	9,1	6,3	5,0	10,9	7,3	5,3
Нигер	5,0	4,0	2,7	-1,8	0,4	7,8	0,1	0,1	11,3	5,0	2,3	2,0	13,6	2,0	2,0
Нигерия	28,5	18,0	13,7	14,0	15,0	17,8	8,3	5,5	11,2	14,2	10,1	8,5	15,1	11,9	8,5
Руанда	16,3	3,4	2,0	7,4	12,0	9,0	8,9	9,1	15,4	11,5	6,3	5,0	22,3	6,0	5,0
Сан-Томе и Принсипи	35,8	9,5	9,2	9,6	12,8	17,2	23,1	18,5	26,0	17,5	12,8	5,0	24,8	16,0	10,0
Сенегал	4,1	3,0	2,3	0,0	0,5	1,7	2,1	5,9	5,8	1,1	2,2	2,2	4,3	2,2	2,2
Сейшельские Острова	2,3	6,0	0,2	3,3	3,9	0,6	-1,9	5,3	37,0	39,2	17,9	3,0	63,3	16,3	11,5
Сьерра-Леоне	32,2	2,6	-3,7	7,5	14,2	12,1	9,5	11,7	14,8	10,6	8,9	7,4	12,2	9,0	8,7
Южная Африка	9,0	5,7	9,2	5,8	1,4	3,4	4,7	7,1	11,5	6,1	5,6	5,1	9,5	5,9	4,7
Судан	67,9	4,9	8,3	7,7	8,4	8,5	7,2	8,0	14,3	9,0	8,0	5,5	14,9	8,5	7,5
Свазиленд	8,9	7,5	11,7	7,4	3,4	4,8	5,3	8,2	13,1	7,9	6,7	5,5	12,9	7,3	6,2
Танзания	19,6	5,1	4,6	4,4	4,1	4,4	7,3	7,0	10,3	10,9	5,7	5,0	13,5	6,7	5,0
Того	6,1	3,9	3,1	-0,9	0,4	6,8	2,2	1,0	8,4	2,8	2,1	2,5	7,2	2,0	2,5
Тунис	4,4	2,0	2,7	2,7	3,6	2,0	4,5	3,1	5,0	3,2	3,4	3,0	4,1	3,2	3,4
Уганда	12,6	4,5	-2,0	5,7	5,0	8,0	6,6	6,8	7,3	13,7	7,4	5,8	12,5	10,3	6,2
Замбия	60,0	21,7	22,2	21,4	18,0	18,3	9,0	10,7	12,4	12,2	8,3	5,0	16,6	10,0	7,0
Зимбабве ³	31,7	73,4	133,2	365,0	350,0	237,8	1016,7	10 452,6	...	...	...	...	...	...	...

Таблица А7 (продолжение)

	Среднее 1991–2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2014	На конец периода		
													2008	2009	2010
Центральная и Восточная Европа⁴	59,4	24,4	18,9	11,3	6,6	5,6	5,7	6,1	8,0	4,6	4,2	3,3	6,8	4,1	4,0
Албания	34,7	3,1	5,2	2,3	2,9	2,4	2,4	2,9	3,4	1,5	2,2	3,0	2,2	1,5	2,4
Босния и Герцеговина	...	4,5	0,3	0,5	0,3	3,6	6,1	1,5	7,4	2,1	2,3	2,5	3,8	2,0	2,5
Болгария	107,9	7,4	5,8	2,3	6,1	6,0	7,4	7,6	12,0	3,7	1,3	3,4	7,2	2,0	0,7
Хорватия	...	3,8	1,7	1,8	2,0	3,3	3,2	2,9	6,1	2,5	2,8	3,0	5,8	3,0	2,8
Эстония	...	5,8	3,6	1,3	3,0	4,1	4,4	6,6	10,4	0,8	-1,3	2,5	7,0	-0,5	-1,0
Венгрия	20,0	9,2	5,3	4,6	6,8	3,6	3,9	7,9	6,1	3,8	2,8	3,0	3,5	4,2	2,8
Латвия	...	2,5	1,6	3,3	6,2	6,9	6,6	10,1	15,3	3,3	-3,5	2,9	10,4	-1,0	-2,6
Литва	...	1,6	0,3	-1,1	1,2	2,7	3,8	5,8	11,1	5,1	0,6	1,1	8,5	1,5	-0,3
БЮР Македония	...	5,5	2,2	1,2	-0,4	0,5	3,2	2,3	8,3	1,0	3,0	3,0	4,1	1,0	3,0
Черногория	...	23,7	19,7	7,5	3,1	3,4	2,1	3,5	9,0	1,7	-0,2	2,1	...	...	...
Польша	26,1	5,5	1,9	0,8	3,5	2,1	1,0	2,5	4,2	2,1	2,6	2,5	3,3	1,8	2,8
Румыния	101,1	34,5	22,5	15,3	11,9	9,0	6,6	4,8	7,8	5,9	3,9	3,5	6,3	4,5	3,5
Сербия	...	91,8	19,5	11,7	10,1	17,3	12,7	6,5	11,7	10,0	8,2	4,7	2,2	1,5	2,4
Турция	75,9	54,2	45,1	25,3	8,6	8,2	9,6	8,8	10,4	6,9	6,8	4,0	10,1	6,5	6,5
Содружество Независимых Государств^{4,5}	...	20,3	14,0	12,3	10,4	12,1	9,4	9,7	15,6	12,6	9,5	6,9	14,0	11,1	8,5
Россия	...	21,5	15,8	13,7	10,9	12,7	9,7	9,0	14,1	12,9	9,9	7,4	13,3	11,0	9,0
Кроме России	...	17,1	9,2	8,6	9,1	10,6	8,8	11,5	19,6	11,9	8,5	5,8	15,8	11,4	7,3
Армения	...	3,1	1,1	4,7	7,0	0,6	2,9	4,4	9,0	3,6	7,2	4,0	5,2	8,0	4,0
Азербайджан	...	1,5	2,8	2,2	6,7	9,7	8,4	16,6	20,8	4,0	7,0	6,0	15,4	7,0	7,0
Беларусь	...	61,1	42,6	28,4	18,1	10,3	7,0	8,4	14,8	12,6	6,0	6,8	13,3	9,5	6,8
Грузия	...	4,7	5,6	4,8	5,7	8,3	9,2	9,2	10,0	5,0	6,5	6,0	5,5	7,0	6,0
Казахстан	...	8,4	5,9	6,4	6,9	7,6	8,6	10,8	17,2	9,5	8,7	6,0	9,5	11,0	6,5
Кыргызская Республика	...	6,9	2,1	3,1	4,1	4,3	5,6	10,2	24,5	12,4	8,6	4,7	20,1	10,0	8,2
Молдова	...	9,8	5,3	11,7	12,5	11,9	12,7	12,4	12,7	2,6	4,7	4,0	7,3	4,0	5,0
Монголия	...	6,2	0,9	5,1	7,9	12,5	4,5	8,2	26,8	10,1	7,9	5,0	23,2	9,6	7,0
Таджикистан	...	38,6	12,2	16,4	7,2	7,3	10,0	13,2	20,4	11,9	11,5	6,5	11,8	13,0	10,0
Туркменистан	...	11,6	8,8	5,6	5,9	10,7	8,2	6,3	15,0	10,0	8,0	6,0	12,0	9,0	7,0
Украина	...	12,0	0,8	5,2	9,0	13,4	9,0	12,8	25,2	16,8	10,0	5,0	22,3	15,0	8,0
Узбекистан	...	27,3	27,3	11,6	6,6	10,0	14,2	12,3	12,7	12,5	9,5	8,0	14,4	10,2	9,0

Таблица А7 (продолжение)

	Среднее 1991–2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2014	На конец периода			
													2008	2009	2010	
Развивающиеся страны																
Азии	8,2	2,8	2,1	2,6	4,1	3,8	4,2	5,4	7,4	2,8	2,4	2,8	5,8	2,7	2,3	
Исламская Респ. Афганистан	...	...	5,1	24,1	13,2	12,3	5,1	13,0	27,2	5,5	5,4	5,0	8,5	6,0	5,0	
Бангладеш	5,6	1,9	3,7	5,4	6,1	7,0	7,1	9,1	8,4	6,4	6,1	4,2	7,2	5,7	6,5	
Бутан	9,2	3,4	2,5	2,1	4,6	5,3	5,0	5,2	7,7	5,0	4,0	3,9	6,4	4,5	4,0	
Бруней-Даруссалам	...	0,6	-2,3	0,3	0,9	1,1	0,2	0,3	2,7	1,2	1,2	1,2	...	...	...
Камбоджа	...	0,2	3,3	1,2	3,9	5,8	4,7	5,9	19,7	5,2	1,4	3,5	13,5	3,5	3,5	
Китай	7,2	0,7	-0,8	1,2	3,9	1,8	1,5	4,8	5,9	0,1	0,7	1,9	2,5	0,8	0,7	
Фиджи	3,5	4,3	0,8	4,2	2,8	2,4	2,5	4,8	8,0	4,0	4,0	4,0	6,6	4,0	4,0	
Индия	9,0	3,8	4,3	3,8	3,8	4,2	6,2	6,4	8,3	6,3	4,0	4,0	9,7	4,3	4,1	
Индонезия	13,2	11,5	11,8	6,8	6,1	10,5	13,1	6,0	9,8	6,1	5,9	3,1	11,1	5,5	4,7	
Кирибати	3,0	6,0	3,2	1,6	-0,7	-0,4	-1,5	4,2	11,0	9,1	2,8	2,8	18,6	2,8	2,8	
Лаосская НДР	29,1	7,8	10,6	15,5	10,5	7,2	6,8	4,5	7,6	0,2	2,6	4,0	3,2	3,0	2,5	
Малайзия	3,5	1,4	1,8	1,1	1,4	3,0	3,6	2,0	5,4	0,9	2,5	2,5	4,3	1,2	2,5	
Мальдивские Острова	6,7	0,7	0,9	-2,8	6,3	3,3	3,5	7,4	12,3	3,7	5,5	5,5	9,1	4,6	6,2	
Мьянма	24,1	34,5	58,1	24,9	3,8	10,7	26,3	32,9	26,4	22,0	20,0	20,0	24,0	20,0	20,0	
Непал	9,2	2,4	2,9	4,7	4,0	4,5	8,0	6,4	7,7	11,1	2,3	4,0	12,1	4,6	4,5	
Пакистан	9,1	4,4	2,5	3,1	4,6	9,3	7,9	7,8	12,0	20,0	6,0	6,0	21,5	10,0	6,5	
Папуа-Новая Гвинея	9,5	9,3	11,8	14,7	2,1	1,8	2,4	0,9	10,7	8,2	5,0	3,7	11,2	5,3	4,8	
Филиппины	8,7	6,8	2,9	3,5	6,0	7,7	6,2	2,8	9,3	3,4	4,5	4,5	8,0	3,0	4,5	
Самоа	3,5	1,9	7,4	4,3	7,9	1,9	3,8	6,0	7,1	5,1	4,3	3,0	6,0	4,7	4,3	
Соломоновы Острова	10,4	7,4	9,5	10,5	6,9	7,1	11,1	7,7	18,2	10,5	3,3	7,2	23,0	0,9	7,3	
Шри-Ланка	9,7	14,2	9,6	9,0	9,0	11,0	10,0	15,8	22,6	6,1	12,6	7,0	14,4	8,4	12,0	
Таиланд	4,5	1,7	0,6	1,8	2,8	4,5	4,6	2,2	5,5	0,5	3,4	1,8	0,4	6,5	1,4	
Тимор-Лешти	...	3,6	4,7	7,2	3,2	1,8	4,1	8,9	7,6	4,0	4,0	4,0	5,7	4,0	4,0	
Тонга	4,4	6,9	10,4	11,1	11,7	9,7	7,0	5,1	14,5	12,3	6,1	4,2	6,0	6,0	6,0	
Вануату	3,0	3,7	2,0	3,0	1,4	1,2	2,0	3,9	4,8	4,3	3,0	3,0	5,8	3,5	3,0	
Вьетнам	15,4	-0,3	4,1	3,3	7,9	8,4	7,5	8,3	23,1	6,0	5,0	5,0	19,9	5,0	5,0	
Ближний Восток	10,3	3,8	5,3	6,1	7,1	6,2	6,8	10,5	15,6	11,0	8,5	5,8	15,5	9,5	8,7	
Бахрейн	0,9	-1,2	-0,5	1,7	2,2	2,6	2,0	3,3	3,5	3,0	2,5	2,0	5,1	3,0	2,5	
Египет	8,9	2,4	2,4	3,2	8,1	8,8	4,2	11,0	11,7	16,5	8,6	6,5	20,2	10,0	8,0	
Исламская Респ. Иран	23,9	11,3	15,7	15,6	15,3	10,4	11,9	18,4	26,0	18,0	15,0	10,0	23,0	15,0	15,0	
Ирак	...	...	...	...	...	37,0	53,2	30,8	3,5	13,8	8,0	4,0	6,8	9,0	8,0	
Иордания	3,5	1,8	1,8	1,6	3,4	3,5	6,3	5,4	14,9	4,0	3,6	1,8	9,6	5,0	2,7	
Кувейт	2,2	1,4	0,8	1,0	1,3	4,1	3,1	5,5	10,5	6,0	4,8	3,4	10,5	6,0	4,8	
Ливан	18,5	-0,4	1,8	1,3	1,7	-0,7	5,6	4,1	10,8	3,6	2,1	2,2	6,4	3,9	2,9	
Ливия	5,8	-8,8	-9,9	-2,1	1,0	2,9	1,4	6,2	10,4	6,5	4,5	2,5	10,4	6,5	4,5	
Оман	0,5	-0,8	-0,3	0,2	0,7	1,9	3,4	5,9	12,6	6,2	6,0	4,5	9,2	6,1	5,7	
Катар	2,7	1,4	0,2	2,3	6,8	8,8	11,8	13,8	15,0	9,0	8,4	3,0	15,0	9,0	8,4	
Саудовская Аравия	0,8	-1,1	0,2	0,6	0,4	0,6	2,3	4,1	9,9	5,5	4,5	3,0	7,8	4,8	4,0	
Сирийская Арабская Респ.	5,6	3,4	-0,5	5,8	4,4	7,2	10,4	4,7	14,5	7,5	6,0	5,0	12,0	7,5	6,0	
Объед. Арабские Эмираты	3,6	2,7	2,9	3,2	5,0	6,2	9,3	11,1	11,5	2,0	3,1	4,1	...	...	...
Йеменская Республика	34,4	11,9	12,2	10,8	12,5	9,9	10,8	7,9	19,0	12,0	13,3	8,3	10,8	13,2	13,4	

Таблица А7 (окончание)

	Среднее 1991–2000												На конец периода		
		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2014	2008	2009	2010
Западное полушарие	64,8	6,5	8,6	10,4	6,6	6,3	5,3	5,4	7,9	6,6	6,2	6,3	8,1	6,2	6,1
Антигуа и Барбуда	2,7	1,7	2,4	2,0	2,0	2,1	1,8	1,4	5,6	2,1	2,0	2,0	2,3	1,8	2,0
Аргентина	15,7	-1,1	25,9	13,4	4,4	9,6	10,9	8,8	8,6	6,7	7,3	7,2	7,2	7,2	7,2
Багамские Острова	2,5	2,0	2,2	3,0	1,0	2,2	1,8	2,5	4,5	1,8	0,6	1,5	4,5	1,0	0,2
Барбадос	2,9	2,6	-1,2	1,6	1,4	6,1	7,3	4,0	8,3	1,4	1,9	2,8	8,9	-3,6	7,6
Белиз	1,8	1,2	2,2	2,6	3,1	3,7	4,2	2,3	6,4	3,5	2,5	2,5	4,4	2,5	2,5
Боливия	9,1	1,6	0,9	3,3	4,4	5,4	4,3	8,7	14,0	6,5	6,1	4,0	11,8	6,0	5,5
Бразилия	204,4	6,8	8,4	14,8	6,6	6,9	4,2	3,6	5,7	4,8	4,0	4,5	5,9	4,2	4,0
Чили	9,4	3,6	2,5	2,8	1,1	3,1	3,4	4,4	8,7	2,9	3,5	3,0	6,9	2,2	3,0
Колумбия	20,0	8,0	6,3	7,1	5,9	5,0	4,3	5,5	7,0	5,4	4,0	3,2	7,7	4,6	3,6
Коста-Рика	15,9	11,3	9,2	9,4	12,3	13,8	11,5	9,4	13,4	10,0	7,5	4,0	13,9	8,0	7,0
Доминика	2,1	1,6	0,1	1,6	2,4	1,6	2,6	3,2	6,9	4,8	1,5	1,5	6,7	3,5	1,5
Доминиканская Республика	10,4	8,9	5,2	27,4	51,5	4,2	7,6	6,1	10,6	1,7	5,8	5,1	4,5	6,0	5,0
Эквадор	42,5	37,7	12,6	7,9	2,7	2,1	3,3	2,3	8,4	4,0	3,0	2,5	8,8	2,0	2,5
Сальвадор	7,9	3,8	1,9	2,1	4,5	4,7	4,0	4,6	7,3	1,8	2,4	2,8	5,5	2,5	2,3
Гренада	2,4	1,7	1,1	2,2	2,3	3,5	4,2	3,9	8,0	2,3	2,9	2,0	5,2	2,1	2,2
Гватемала	11,5	7,3	8,1	5,6	7,6	9,1	6,6	6,8	11,4	4,8	5,7	4,1	9,4	5,5	4,7
Гайана	16,6	2,7	5,4	6,0	4,7	6,9	6,7	12,2	8,1	3,6	5,0	5,0	6,4	5,0	5,0
Гаити	19,7	16,5	9,3	26,7	28,3	16,8	14,2	9,0	14,4	7,1	8,3	5,0	20,8	3,0	5,0
Гондурас	18,2	9,7	7,7	7,7	8,1	8,8	5,6	6,9	11,4	9,5	8,6	5,8	10,8	9,4	8,1
Ямайка	24,9	6,9	7,0	10,1	13,5	15,1	8,5	9,3	22,0	9,1	9,5	6,2	16,8	8,9	8,9
Мексика	18,3	6,4	5,0	4,5	4,7	4,0	3,6	4,0	5,1	4,8	3,4	3,0	6,5	3,5	3,1
Никарагуа	19,2	4,7	4,0	6,5	8,5	9,6	9,1	11,1	19,9	7,5	7,2	7,4	13,8	7,0	7,4
Панама	1,2	0,3	1,0	0,6	0,5	2,9	2,5	4,2	8,8	3,7	2,9	2,5	6,8	3,2	2,5
Парагвай	13,4	7,3	10,5	14,2	4,3	6,8	9,6	8,1	10,2	4,7	5,6	3,0	7,5	5,5	5,0
Перу	38,1	2,0	0,2	2,3	3,3	1,6	2,0	1,8	5,8	4,1	2,5	2,0	6,7	2,5	2,0
Сент-Китс и Невис	3,3	2,1	2,1	2,3	2,2	3,4	8,5	4,5	5,4	4,2	2,8	2,2	7,6	3,5	2,2
Сент-Люсия	3,2	5,4	-0,3	1,0	1,5	3,9	2,4	2,2	7,2	2,2	2,8	2,2	3,8	3,1	2,2
Сент-Винсент и Гренадины	2,5	0,8	0,8	0,2	3,0	3,7	3,0	6,9	10,1	4,2	2,9	2,9	8,7	2,9	2,9
Суринам	75,5	39,8	15,5	23,0	9,1	9,9	11,3	6,4	14,6	4,8	8,7	5,5	9,3	9,5	8,0
Тринидад и Тобаго	5,2	5,5	4,2	3,8	3,7	6,9	8,3	7,9	12,1	7,3	5,0	5,0	14,5	5,0	5,0
Уругвай	35,2	4,4	14,0	19,4	9,2	4,7	6,4	8,1	7,9	7,0	6,7	5,0	9,2	6,4	6,5
Венесуэла	43,3	12,5	22,4	31,1	21,7	16,0	13,7	18,7	30,4	36,4	43,5	55,5	30,9	42,0	45,0

¹В соответствии с обычной практикой издания «Перспективы развития мировой экономики», динамика потребительских цен приводится в виде среднегодовых значений, а не изменений с декабря по декабрь в течение года, как это принято в ряде стран. По многим странам показатели за последние годы представляют собой оценки персонала МВФ. По ряду стран данные приводятся за бюджетные годы.

²Процентные изменения в 2002 году рассчитаны за период в 18 месяцев, что связано с изменением цикла бюджетного года (с «июль-июнь» на «январь-декабрь»).

³Показатель за 2007 год представляет собой оценку. Прогнозы на 2008 год и последующие периоды не приведены, так как Зимбабве испытывает гиперинфляцию, и темп инфляции более не может прогнозироваться статистически значимым образом. Если политика не изменится, инфляция может расти беспредельно.

⁴По многим странам инфляция за более ранние годы измерена на основе индекса розничных цен. Для более поздних лет, как правило, используются индексы потребительских цен, имеющие более широкий и современный охват.

⁵Монголия, которая не является членом Содружества Независимых Государств, включена в эту группу в силу ее географического положения и схожих характеристик структуры экономики.

Таблица А8. Основные страны с развитой экономикой: сальдо бюджета и долг сектора государственного управления¹
 (В процентах ВВП)

	Среднее 1993–2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2014
Основные страны с развитой экономикой										
Фактическое сальдо	-2,7	-4,8	-4,2	-3,4	-2,4	-2,3	-4,6	-10,4	-8,7	-4,6
Отклонение фактич. объема производства от потенциала ²	0,2	-0,4	0,3	0,3	0,8	0,9	-0,2	-5,1	-6,1	-1,0
Структурное сальдо ²	-2,5	-3,5	-3,1	-2,6	-2,1	-1,8	-3,4	-5,1	-5,3	-3,2
Соединенные Штаты										
Фактическое сальдо	-1,6	-4,8	-4,4	-3,3	-2,2	-2,9	-6,1	-13,6	-9,7	-4,7
Отклонение фактич. объема производства от потенциала ²	0,7	0,3	1,2	1,4	1,6	1,2	0,2	-4,1	-5,5	0,0
Структурное сальдо ²	-1,3	-2,9	-2,5	-1,9	-1,6	-1,6	-3,7	-6,0	-6,5	-3,4
Чистый долг	46,2	41,5	43,0	43,4	42,5	43,2	49,9	61,7	70,4	83,4
Валовой долг	64,9	61,2	62,2	62,5	61,9	63,1	70,5	87,0	97,5	106,7
Зона евро										
Фактическое сальдо	-2,9	-3,0	-2,9	-2,5	-1,3	-0,7	-1,8	-5,4	-6,1	-3,3
Отклонение фактич. объема производства от потенциала ²	-0,1	-0,7	-0,5	-0,6	0,6	1,4	0,7	-4,3	-5,4	-2,2
Структурное сальдо ²	-2,8	-3,0	-2,8	-2,6	-1,9	-1,6	-2,1	-3,0	-2,9	-1,9
Чистый долг	59,2	59,5	60,0	60,3	58,3	52,2	54,1	62,2	68,0	74,9
Валовой долг	68,6	68,7	69,0	69,6	67,9	65,8	69,1	78,9	85,0	91,4
Германия³										
Фактическое сальдо	-2,4	-4,0	-3,8	-3,3	-1,5	-0,5	-0,1	-4,7	-6,1	-1,4
Отклонение фактич. объема производства от потенциала ²	0,0	-1,7	-1,9	-2,3	-0,8	0,3	0,3	-5,8	-7,2	-2,7
Структурное сальдо ^{2,4}	-2,0	-3,2	-2,8	-2,3	-1,2	-0,5	-0,3	-2,0	-2,5	0,0
Чистый долг	48,9	57,7	60,0	61,8	60,2	57,0	60,6	70,9	78,0	83,2
Валовой долг	56,1	62,8	64,7	66,4	66,0	63,6	67,2	79,4	86,6	91,0
Франция										
Фактическое сальдо	-3,5	-4,1	-3,6	-3,0	-2,4	-2,7	-3,4	-6,2	-6,5	-4,6
Отклонение фактич. объема производства от потенциала ²	-0,2	0,0	0,3	0,2	0,6	0,6	-0,3	-4,5	-5,2	-2,5
Структурное сальдо ^{2,4}	-3,3	-4,0	-3,5	-3,3	-2,5	-2,9	-3,1	-3,3	-3,0	-3,0
Чистый долг	46,6	53,2	55,3	56,7	53,9	54,2	57,6	65,2	70,6	80,0
Валовой долг	56,0	62,9	65,0	66,4	63,6	63,9	67,3	74,9	80,3	89,7
Италия										
Фактическое сальдо	-4,7	-3,5	-3,5	-4,3	-3,3	-1,5	-2,7	-5,4	-5,9	-4,5
Отклонение фактич. объема производства от потенциала ²	-0,3	-0,4	-0,0	-0,5	0,6	1,3	-0,3	-5,1	-5,7	-2,4
Структурное сальдо ^{2,4}	-4,8	-3,5	-3,8	-4,2	-3,7	-2,3	-2,7	-2,7	-2,9	-3,3
Чистый долг	109,8	101,5	100,8	102,6	102,4	100,5	102,7	111,9	117,5	125,6
Валовой долг	114,9	104,4	103,8	105,8	106,5	103,5	105,8	115,3	121,1	129,4
Япония										
Фактическое сальдо	-5,5	-8,0	-6,2	-5,0	-4,0	-2,5	-5,6	-9,9	-9,8	-7,1
За исключением соц. страхования	-6,8	-8,1	-6,6	-5,4	-4,1	-2,4	-4,6	-8,5	-8,2	-5,8
Отклонение фактич. объема производства от потенциала ²	-0,8	-2,2	-1,1	-0,8	-0,4	0,3	-1,6	-8,0	-7,9	-1,2
Структурное сальдо ²	-5,2	-7,1	-5,7	-4,7	-3,8	-2,6	-5,0	-6,5	-6,5	-6,7
За исключением соц. страхования	-6,8	-7,6	-6,4	-5,2	-4,0	-2,4	-4,3	-6,6	-6,4	-5,6
Чистый долг	42,8	76,5	82,7	84,6	84,3	80,4	87,8	103,6	114,8	136,3
Валовой долг	117,3	167,2	178,1	191,6	191,3	187,7	196,3	217,2	227,4	234,2
Соединенное Королевство										
Фактическое сальдо	-2,5	-3,3	-3,3	-3,3	-2,6	-2,6	-5,4	-9,8	-10,9	-6,4
Отклонение фактич. объема производства от потенциала ²	-0,1	-0,1	0,1	-0,4	-0,1	0,4	-0,6	-5,5	-6,6	-2,8
Структурное сальдо ²	-2,2	-2,9	-3,4	-3,0	-2,6	-2,8	-5,0	-6,7	-6,1	-0,9
Чистый долг	37,6	33,7	35,6	37,4	38,2	38,3	45,5	56,8	66,9	83,0
Валовой долг	43,1	38,5	40,3	42,1	43,3	44,1	51,9	62,7	72,7	87,8
Канада										
Фактическое сальдо	-1,8	-0,1	0,9	1,5	1,3	1,4	0,4	-3,4	-3,6	0,4
Отклонение фактич. объема производства от потенциала ²	0,0	-0,7	-0,1	0,4	1,1	1,5	-0,2	-4,3	-4,7	0,0
Структурное сальдо ²	-1,6	0,3	0,9	1,4	0,8	0,7	0,5	-0,9	-0,8	0,4
Чистый долг	58,7	38,7	34,5	30,0	26,4	23,2	21,9	26,2	29,1	26,8
Валовой долг	92,6	76,6	72,4	70,5	67,9	64,2	63,6	75,4	77,2	66,2

Примечание. Методология и специфические исходные предположения по каждой стране обсуждаются во вставке А1 настоящего Статистического приложения.

¹Данные о долге относятся к концу периода. Данные о долге не всегда сопоставимы по странам.

²В процентах потенциального ВВП.

³Начиная с 1995 года обязательства по погашению и обслуживанию долга ведомства по управлению государственной собственностью «Treuhandaanstalt» (и различных других агентств) были приняты на себя сектором государственного управления. Этот долг эквивалентен 8 процентам ВВП, а сумма соответствующего обслуживания долга составляет от 1/2 до 1 процента ВВП.

⁴За исключением единовременных поступлений от продажи лицензий на мобильные телефоны, эквивалентных 2,5 процента ВВП в 2000 году в Германии, 0,1 процента ВВП в 2001 и 2002 году во Франции и 1,2 процента ВВП в 2000 году в Италии. Не включает также единовременные поступления от крупномасштабных операций с активами, в частности, в размере 0,5 процента ВВП во Франции в 2005 году.

Таблица А9. Сводные данные по объемам и ценам мировой торговли

(Годовое изменение в процентах)

	Средние за десять лет										2009	2010
	1991–2000	2001–10	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008		
Торговля товарами и услугами												
Мировая торговля¹												
Объем	7,1	3,5	0,3	3,5	5,4	10,7	7,7	9,2	7,2	3,3	-11,0	0,6
Дефлятор цен												
В долларах США	-0,9	3,3	-3,6	1,2	10,4	9,7	5,5	5,2	8,0	11,5	-14,6	2,6
В СДР	-0,6	2,2	-0,1	-0,6	2,1	3,8	5,7	5,6	3,8	8,0	-9,0	3,6
Объем торговли												
Экспорт												
Страны с развитой экономикой	6,9	2,2	-0,4	2,4	3,4	9,1	6,2	8,5	6,1	1,8	-13,5	0,5
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	8,4	6,5	2,4	7,0	10,5	14,2	10,8	10,9	9,5	6,0	-6,4	1,2
Импорт												
Страны с развитой экономикой	7,0	2,2	-0,4	2,7	4,2	9,3	6,4	7,6	4,7	0,4	-12,1	0,4
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	7,3	7,5	3,1	6,2	10,2	16,0	12,2	13,2	14,0	10,9	-8,8	0,6
Условия торговли												
Страны с развитой экономикой	-0,1	-0,1	0,4	0,9	1,0	-0,1	-1,5	-1,1	0,4	-2,0	1,5	-0,2
Страны с форм. рынком и развивающиеся страны	-0,2	1,2	-2,3	0,4	1,2	3,1	5,9	4,1	1,2	4,4	-8,0	2,3
Торговля товарами												
Мировая торговля¹												
Объем	7,5	3,5	-0,4	3,7	6,3	11,0	7,5	9,3	6,6	3,2	-11,5	0,7
Дефлятор цен												
В долларах США	-1,1	3,3	-3,8	0,6	9,9	9,8	6,2	5,7	8,2	12,3	-15,4	2,8
В СДР	-0,8	2,2	-0,4	-1,1	1,6	3,8	6,4	6,2	4,0	8,7	-9,9	3,8
Цены мировой торговли в долларах США²												
Продукция обрабатывающей промышленности	-1,3	3,8	-3,4	2,1	14,4	8,8	3,6	3,7	8,8	9,6	-8,9	1,7
Нефть	2,1	8,3	-13,8	2,5	15,8	30,7	41,3	20,5	10,7	36,4	-46,4	20,2
Первичные биржевые товары, кроме топлива	-1,7	3,6	-4,8	1,9	5,9	15,2	6,1	23,2	14,1	7,5	-27,9	4,4
Продовольственные товары	-2,3	4,5	-2,0	3,5	6,3	14,0	-0,9	10,5	15,2	23,4	-19,4	0,8
Напитки	-1,3	4,4	-13,3	24,3	4,8	-0,9	18,1	8,4	13,8	23,3	-13,6	-11,4
Сельскохозяйственное сырье и материалы	-0,4	-0,6	-3,4	-0,2	0,6	4,1	0,5	8,8	5,0	-0,8	-21,7	4,4
Металлы	-1,7	5,5	-10,3	-3,5	11,8	34,6	22,4	56,2	17,4	-8,0	-45,4	15,9
Цены мировой торговли в СДР²												
Продукция обрабатывающей промышленности	-1,0	2,7	0,1	0,4	5,7	2,9	3,8	4,2	4,6	6,1	-3,0	2,7
Нефть	2,4	7,1	-10,7	0,8	7,1	23,6	41,6	21,0	6,4	32,1	-42,9	21,4
Первичные биржевые товары, кроме топлива	-1,4	2,5	-1,3	0,2	-2,1	9,0	6,3	23,8	9,6	4,1	-23,2	5,4
Продовольственные товары	-2,0	3,4	1,5	1,8	-1,7	7,8	-0,7	11,0	10,7	19,5	-14,2	1,8
Напитки	-1,0	3,3	-10,2	22,2	-3,1	-6,3	18,3	8,8	9,4	19,4	-7,9	-10,5
Сельскохозяйственное сырье и материалы	-0,1	-1,7	0,1	-1,9	-7,0	-1,6	0,8	9,3	0,9	-3,9	-16,6	5,4
Металлы	-1,4	4,3	-7,0	-5,1	3,3	27,3	22,7	56,9	12,8	-10,9	-41,8	17,1
Цены мировой торговли в евро²												
Продукция обрабатывающей промышленности	1,9	0,3	-0,3	-3,1	-4,5	-1,1	3,4	2,9	-0,3	2,1	2,3	2,1
Нефть	5,4	4,6	-11,1	-2,8	-3,3	18,9	41,0	19,5	1,4	27,1	-39,8	20,6
Первичные биржевые товары, кроме топлива	1,6	0,1	-1,8	-3,3	-11,6	4,8	5,9	22,3	4,5	0,1	-19,0	4,7
Продовольственные товары	0,9	1,0	1,1	-1,8	-11,2	3,7	-1,1	9,6	5,6	14,9	-9,5	1,2
Напитки	1,9	0,9	-10,5	17,9	-12,5	-9,9	17,8	7,5	4,2	14,8	-2,9	-11,1
Сельскохозяйственное сырье и материалы	2,9	-4,0	-0,4	-5,4	-16,0	-5,3	0,3	8,0	-3,8	-7,6	-12,0	4,7
Металлы	1,5	1,9	-7,4	-8,4	-6,7	22,4	22,2	55,0	7,5	-14,3	-38,7	16,3

Таблица А9 (окончание)

	Средние за десять лет		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	1991–2000	2001–10										
Торговля товарами												
Объем торговли												
Экспорт												
Страны с развитой экономикой	7,2	1,9	-1,2	2,4	4,0	9,0	5,7	8,7	5,2	1,5	-14,4	0,4
Страны с форм.рынком и разв. страны	8,4	6,3	1,8	6,9	11,4	14,3	10,7	10,8	8,9	6,1	-7,2	1,1
Экспортеры топлива	3,3	3,8	0,4	2,3	11,8	9,3	5,1	4,1	3,5	4,4	-4,9	3,1
Страны, не экспортирующие топливо	10,6	7,2	2,3	8,5	11,3	16,0	12,8	13,6	11,3	6,8	-8,3	0,3
Импорт												
Страны с развитой экономикой	7,6	2,1	-1,2	3,1	5,0	9,7	6,3	7,9	4,1	0,0	-12,7	0,9
Страны с форм.рынком и разв. страны	7,4	7,7	2,8	6,3	11,5	16,9	12,6	12,6	13,7	10,9	-8,7	0,7
Экспортеры топлива	-0,4	12,0	16,0	9,0	9,2	15,5	17,4	15,0	20,4	18,5	-2,9	4,0
Страны, не экспортирующие топливо	9,8	6,8	0,6	5,7	12,0	17,2	11,6	12,1	12,3	9,2	-10,0	-0,1
Дефлятор цен в СДР												
Экспорт												
Страны с развитой экономикой	-1,3	1,6	-0,2	-0,9	2,6	3,0	3,7	4,2	3,9	6,1	-7,8	2,5
Страны с форм.рынком и разв. страны	1,3	3,9	-1,1	-0,1	1,2	7,3	14,3	11,0	5,0	13,6	-16,0	7,3
Экспортеры топлива	3,1	6,6	-7,4	0,9	4,7	17,4	33,5	18,6	7,9	26,0	-34,6	16,8
Страны, не экспортирующие топливо	0,9	2,7	1,3	-0,4	0,0	3,8	7,2	7,7	3,7	8,3	-7,0	3,6
Импорт												
Страны с развитой экономикой	-1,4	1,8	-0,7	-1,9	1,4	3,2	5,6	5,6	3,5	8,6	-9,2	2,7
Страны с форм.рынком и разв. страны	1,5	2,6	1,0	-0,8	-0,1	4,0	6,9	6,6	4,0	9,1	-8,3	4,5
Экспортеры топлива	1,5	3,1	0,6	0,6	0,8	4,3	7,2	7,5	4,5	7,1	-4,7	3,5
Страны, не экспортирующие топливо	1,3	2,5	1,0	-1,0	-0,2	4,0	6,9	6,5	3,9	9,6	-9,1	4,8
Условия торговли												
Страны с развитой экономикой	0,1	-0,1	0,5	1,0	1,2	-0,2	-1,8	-1,4	0,4	-2,4	1,5	-0,2
Страны с форм.рынком и разв. страны	-0,2	1,2	-2,1	0,7	1,2	3,2	6,9	4,1	0,9	4,0	-8,4	2,7
Региональные группы												
Африка	0,1	1,9	-3,6	-0,2	2,9	3,7	15,0	10,2	0,7	12,6	-24,6	8,2
Центральная и Восточная Европа	0,1	1,0	4,2	0,6	0,0	1,6	-0,8	-1,8	1,5	-1,1	7,6	-0,9
Содружество Независимых Государств ³	-0,1	3,9	-2,6	-2,0	9,0	12,1	14,7	8,9	2,3	17,7	-24,6	10,6
Развивающиеся страны Азии	-0,6	-0,2	1,0	0,7	-0,6	-2,0	-0,8	-0,3	-0,5	-3,0	5,4	-1,9
Ближний Восток	2,1	2,3	-8,5	1,8	0,2	9,6	25,1	5,9	1,3	13,4	-27,7	11,1
Западное полушарие	-0,2	1,4	-4,0	1,3	2,9	5,7	5,6	8,6	2,1	3,7	-11,5	1,6
Аналитические группы												
По источникам экспортных доходов												
Экспортеры топлива	1,6	3,4	-8,0	0,3	3,8	12,6	24,5	10,3	3,2	17,7	-31,4	12,9
Страны, не экспортирующие топливо	-0,4	0,2	0,2	0,6	0,3	-0,1	0,4	1,2	-0,2	-1,2	2,3	-1,2
Для справки												
Мировой экспорт в миллиардах долларов США												
Товары и услуги	6108	13 073	7615	7995	9312	11 304	12 840	14 774	17 149	19 694	14 768	15 280
Товары	4870	10 446	6078	6356	7428	9023	10 294	11 907	13 738	15 875	11 661	12 101
Средняя спотовая цена нефти ⁴	2,1	8,3	-13,8	2,5	15,8	30,7	41,3	20,5	10,7	36,4	-46,4	20,2
В долларах США за баррель	18,73	51,62	24,3	25,0	28,9	37,8	53,4	64,3	71,1	97,0	52,0	62,5
Стоимость за единицу экспорта продукции обрабатывающей промышленности ⁵	-1,3	3,8	-3,4	2,1	14,4	8,8	3,6	3,7	8,8	9,6	-8,9	1,7

¹Среднее значение годовых процентных изменений мирового экспорта и импорта.²Как представлено, соответственно, индексом стоимости единицы экспорта продукции обрабатывающей промышленности стран с развитой экономикой; среднее значение спотовых цен сырой нефти сортов U.K. Brent, Dubai и West Texas Intermediate; и среднее значение цен мирового рынка на первичные биржевые товары, кроме топлива, взвешенных по их долям в мировом экспорте биржевых товаров в 2002–2004 годы.³Монголия, которая не является членом Содружества Независимых Государств, включена в эту группу в силу ее географического положения и схожих характеристик структуры экономики.⁴Среднее значение спотовых цен сырой нефти сортов U.K. Brent, Dubai и West Texas Intermediate.⁵По продукции обрабатывающей промышленности, экспортируемой странами с развитой экономикой.

Таблица А10. Сводные данные о сальдо по счетам текущих операций

(В миллиардах долларов США)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2014
Страны с развитой экономикой	-207,7	-219,0	-220,1	-213,8	-394,0	-454,5	-389,6	-465,0	-371,3	-371,6	-193,2
Соединенные Штаты	-384,7	-461,3	-523,4	-625,0	-729,0	-788,1	-731,2	-673,3	-393,2	-396,8	-476,8
Зона евро ¹	6,6	47,8	43,0	117,0	40,9	31,5	20,4	-95,5	-133,8	-134,9	-10,8
Япония	87,8	112,6	136,2	172,1	165,7	170,4	211,0	157,1	76,4	56,0	75,3
Другие страны с развитой экономикой ²	82,6	81,9	124,1	122,2	128,3	131,6	110,2	146,7	79,3	104,1	219,2
<i>Для справки</i>											
Новые индустриальные страны Азии	48,0	55,7	81,0	83,5	80,2	90,0	103,6	76,2	91,0	88,9	129,9
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	46,6	83,2	151,3	226,1	447,8	630,6	633,4	714,4	262,4	384,2	798,8
Региональные группы											
Африка	0,9	-8,6	-4,5	2,8	15,9	34,0	10,7	12,2	-72,7	-57,9	-49,8
Центральная и Восточная Европа	-10,4	-16,9	-29,0	-48,6	-54,7	-82,5	-122,1	-142,2	-59,4	-50,5	-63,6
Содружество Независимых Государств ³	33,0	30,3	35,7	63,5	87,5	96,2	70,9	108,7	0,6	27,0	-20,7
Развивающиеся страны Азии	36,6	64,8	82,4	89,3	162,3	282,4	406,5	422,4	481,3	469,0	761,5
Ближний Восток	40,4	29,9	57,5	97,1	201,3	252,9	254,1	341,6	-10,2	56,2	205,1
Западное полушарие	-53,9	-16,2	9,3	22,1	35,5	47,7	13,4	-28,3	-77,3	-59,7	-33,6
<i>Для справки</i>											
Европейский союз	-25,3	18,7	17,8	65,1	-12,8	-60,2	-102,9	-196,5	-204,2	-184,6	-41,0
Аналитические группы											
По источникам экспортных доходов											
Топливо	81,6	58,3	104,4	186,2	351,0	446,8	409,2	587,2	-22,8	107,3	238,9
Товары, кроме топлива, в том числе первичные продукты	-35,0	24,9	46,8	39,9	96,8	183,8	224,2	127,2	285,3	276,9	560,0
	-4,1	-2,8	-2,4	0,3	-1,6	7,9	6,2	-7,2	-12,8	-13,8	-9,1
По источникам внешнего финансирования											
Страны – чистые дебиторы, в том числе офиц. финансирование	-73,1	-35,2	-29,8	-57,0	-94,0	-115,6	-202,5	-341,9	-256,4	-246,8	-267,0
	-1,8	-3,6	-7,7	-5,6	-6,6	-6,6	-17,2	-28,2	-23,7	-26,6	-26,3
Страны – чистые дебиторы по состоянию обслуживания долга											
Страны, имевшие просроченную задолженность, и/или страны, которым предоставлялось рефинансирование долга, в период с 2003 по 2007 год	-13,4	4,4	5,5	-2,7	-10,5	-13,3	-27,9	-45,8	-46,3	-42,9	-47,0
Весь мир¹	-161,1	-135,8	-68,8	12,3	53,7	176,1	243,8	249,5	-108,9	12,6	605,6
<i>Для справки</i>											
В процентах от общемирового объема текущих операций	-1,0	-0,8	-0,4	0,1	0,2	0,6	0,7	0,6	-0,4	0,0	1,4
В процентах от мирового ВВП	-0,5	-0,4	-0,2	0,0	0,1	0,4	0,4	0,4	-0,2	0,0	0,9

¹Отражает ошибки, пропуски и асимметрию в статистике платежного баланса по счету текущих операций, а также исключение данных по международным организациям и ограниченному числу стран. Рассчитано как суммарное сальдо по отдельным странам зоны евро. См. «Классификацию стран» во введении к настоящему Статистическому приложению.

²В этой таблице «другие страны с развитой экономикой» означает страны с развитой экономикой, за исключением Соединенных Штатов, стран зоны евро и Японии.

³Монголия, которая не является членом Содружества Независимых Государств, включена в эту группу в силу ее географического положения и схожих характеристик структуры экономики.

Таблица А11. Страны с развитой экономикой: сальдо счета текущих операций

(В процентах ВВП)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2014
Страны с развитой экономикой	-0,8	-0,8	-0,7	-0,7	-1,1	-1,3	-1,0	-1,1	-1,0	-1,0	-0,4
Соединенные Штаты	-3,8	-4,4	-4,8	-5,3	-5,9	-6,0	-5,3	-4,7	-2,8	-2,8	-2,8
Зона евро ¹	0,1	0,7	0,5	1,2	0,4	0,3	0,2	-0,7	-1,1	-1,2	-0,1
Германия	0,0	2,0	1,9	4,7	5,1	6,1	7,5	6,4	2,3	2,4	5,2
Франция	1,9	1,4	0,8	0,6	-0,6	-0,6	-1,0	-1,6	-0,4	-0,9	-0,6
Италия	-0,1	-0,8	-1,3	-0,9	-1,7	-2,6	-2,4	-3,2	-3,0	-3,1	-3,0
Испания	-3,9	-3,3	-3,5	-5,3	-7,4	-8,9	-10,1	-9,6	-5,4	-4,4	-3,7
Нидерланды	2,4	2,5	5,5	7,5	7,1	8,2	6,1	4,4	2,4	2,1	2,3
Бельгия	3,4	4,6	4,1	3,5	2,6	2,6	1,7	-2,5	-2,4	-3,0	-1,1
Греция	-7,2	-6,5	-6,6	-5,8	-7,5	-11,1	-14,1	-14,4	-13,5	-12,6	-9,3
Австрия	-0,8	2,7	1,7	2,1	2,0	2,4	3,2	2,9	1,3	1,3	0,6
Португалия	-9,9	-8,1	-6,1	-7,6	-9,5	-10,1	-9,5	-12,0	-9,1	-8,8	-7,1
Финляндия	8,6	8,8	5,2	6,6	3,6	4,5	4,1	2,5	1,0	0,6	2,2
Ирландия	-0,6	-1,0	0,0	-0,6	-3,5	-3,6	-5,4	-4,5	-2,7	-1,8	-1,4
Словацкая Республика	-8,3	-8,0	-5,9	-7,8	-8,5	-7,1	-5,4	-6,3	-5,7	-5,0	-2,8
Словения	0,2	1,1	-0,8	-2,7	-1,7	-2,5	-4,2	-5,9	-4,0	-5,0	-5,2
Люксембург	8,8	10,5	8,1	11,8	11,0	10,4	9,8	9,1	7,6	7,0	6,3
Кипр	-3,3	-3,7	-2,2	-5,0	-5,6	-7,5	-11,6	-18,3	-10,3	-10,1	-9,8
Мальта	-3,8	2,5	-3,1	-6,0	-8,7	-9,2	-6,1	-6,3	-5,1	-5,2	-3,8
Япония	2,1	2,9	3,2	3,7	3,6	3,9	4,8	3,2	1,5	1,2	1,4
Соединенное Королевство	-2,1	-1,7	-1,6	-2,1	-2,6	-3,4	-2,9	-1,7	-2,0	-1,5	-0,7
Канада	2,3	1,7	1,2	2,3	1,9	1,4	0,9	0,6	-0,9	-0,7	0,9
Корея	1,6	0,9	1,9	3,9	1,8	0,6	0,6	-0,7	2,9	3,0	3,0
Австралия	-2,0	-3,7	-5,3	-6,1	-5,8	-5,3	-6,3	-4,2	-5,8	-5,3	-4,0
Тайвань, провинция Китая	6,5	8,9	10,0	6,0	4,9	7,2	8,6	6,4	9,7	10,7	12,3
Швеция	4,3	5,0	7,2	6,7	7,0	8,6	8,6	8,3	6,9	7,4	8,7
Швейцария	7,8	8,3	12,8	12,9	13,6	14,5	10,1	9,1	7,6	8,1	12,0
САР Гонконг	5,9	7,6	10,4	9,5	11,4	12,1	12,3	14,2	7,2	5,2	6,7
Чешская Республика	-5,3	-5,7	-6,3	-5,3	-1,3	-2,6	-3,2	-3,1	-2,7	-3,0	-2,5
Норвегия	16,1	12,6	12,3	12,7	16,3	17,2	15,9	18,4	11,0	12,6	11,6
Сингапур	13,1	13,1	23,7	18,1	22,7	25,4	23,5	14,8	13,1	11,2	13,3
Дания	3,1	2,5	3,4	3,1	4,3	2,9	0,7	0,5	-1,2	-1,1	-1,7
Израиль	-1,1	-0,8	1,1	2,1	3,0	5,6	2,8	1,2	1,1	0,3	0,2
Новая Зеландия	-2,8	-3,9	-4,3	-6,4	-8,5	-8,7	-8,2	-8,9	-7,8	-7,0	-4,3
Исландия	-4,3	1,6	-4,8	-9,8	-16,1	-25,3	-15,4	-34,7	0,6	-2,1	3,1
<i>Для справки</i>											
Основные страны с развитой экономикой	-1,4	-1,5	-1,5	-1,4	-1,8	-2,0	-1,4	-1,4	-1,2	-1,3	-0,9
Зона евро ²	-0,4	0,7	0,3	0,8	0,2	0,1	0,4	-0,7	-1,1	-1,1	-0,1
Новые индустриальные страны Азии	4,6	4,9	6,7	6,3	5,3	5,5	5,7	4,4	6,3	6,1	7,0

¹Расчитано как суммарное сальдо по отдельным промышленно развитым странам зоны евро.²Скорректировано на основе отчетности о расхождении данных по операциям внутри зоны евро.

Таблица А12. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны — по странам: сальдо счета текущих операций

(В процентах ВВП)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2014
Африка	0,2	-1,9	-0,8	0,4	1,9	3,6	1,0	1,0	-6,5	-4,7	-3,0
Алжир	12,9	7,7	13,0	13,1	20,6	24,8	22,6	23,2	-1,7	1,4	4,2
Ангола	-16,0	-1,3	-5,2	3,5	16,8	25,2	15,9	21,2	-8,1	0,1	2,8
Бенин	-6,4	-8,4	-8,3	-7,2	-5,5	-5,7	-9,9	-8,3	-9,6	-9,0	-6,5
Ботсвана	9,9	3,2	5,7	3,5	15,2	17,2	14,3	7,0	-6,5	-4,8	3,6
Буркина-Фасо	-11,2	-10,0	-8,7	-10,6	-11,7	-9,6	-8,3	-11,0	-10,1	-10,7	-8,6
Бурунди	-4,6	-3,5	-4,6	-8,4	-1,2	-14,5	-15,7	-11,1	-7,4	-5,6	-12,2
Камерун	-3,6	-5,1	-1,8	-3,4	-3,4	0,6	0,8	0,4	-5,8	-5,1	-3,0
Кабо-Верде	-10,7	-11,2	-11,2	-14,4	-3,4	-5,0	-9,1	-12,3	-13,3	-14,3	-12,3
Центральноафриканская Республика	-1,8	-1,6	-2,2	-1,7	-6,5	-3,0	-6,1	-8,6	-8,0	-8,6	-8,2
Чад	-31,8	-94,7	-48,8	-17,4	2,4	-9,0	-10,5	-11,4	-14,9	-5,5	-11,4
Коморские Острова	3,0	-1,7	-3,2	-4,6	-7,2	-6,1	-6,7	-9,2	-8,5	-9,3	-8,4
Демократич. Республика Конго	-4,0	-1,6	1,0	-2,4	-10,4	-2,1	-1,5	-15,4	-26,1	-28,7	-16,5
Республика Конго	-7,0	-2,4	-23,5	8,8	4,2	-4,7	-25,9	-6,8	-12,7	1,2	-11,8
Кот-д'Ивуар	-0,6	6,7	2,1	1,6	0,2	2,8	-0,7	2,4	1,6	-1,6	-3,4
Джибути	-2,9	-1,6	3,4	-1,3	-3,2	-14,7	-25,6	-39,2	-16,1	-16,6	-18,8
Экваториальная Гвинея	-41,2	0,9	-33,3	-21,6	-6,2	7,1	4,3	9,8	-7,7	-2,9	4,1
Эритрея	-4,6	6,8	9,7	-0,7	0,3	-3,6	-3,7	-2,7	1,0	2,0	4,1
Эфиопия	-3,0	-4,7	-1,4	-4,0	-6,0	-9,1	-4,5	-5,8	-5,8	-5,8	-3,3
Габон	11,0	6,8	9,5	11,2	22,9	12,7	15,6	17,3	1,5	3,6	1,5
Гамбия	-2,6	-2,8	-4,9	-13,4	-20,1	-14,6	-13,4	-17,1	-19,4	-18,2	-17,4
Гана	-5,3	-0,5	0,6	-4,0	-8,1	-9,7	-11,7	-18,2	-10,9	-14,0	-6,3
Гвинея	-2,7	-2,5	-0,4	-2,2	0,2	-1,4	-7,4	-10,3	-1,2	-3,2	-4,2
Гвинея-Бисау	-13,2	-5,3	-5,6	6,2	-0,5	-11,3	10,1	-2,0	-3,6	-5,6	-9,4
Кения	-3,1	2,2	-0,2	0,1	-0,8	-2,5	-4,1	-6,7	-3,6	-4,6	-4,0
Лесото	-13,2	-20,7	-12,8	-5,7	-7,5	4,3	12,7	-3,2	-11,0	-22,2	-15,1
Либерия	-16,6	-5,9	-26,4	-21,1	-38,4	-13,8	-31,7	-26,3	-43,2	-62,7	-14,2
Мадагаскар	-1,3	-6,0	-4,9	-9,1	-10,9	-8,8	-14,5	-24,4	-16,8	-15,6	-7,0
Малави	-6,8	-8,6	-5,8	-7,3	-11,7	-7,2	-1,7	-6,3	-3,7	-4,4	-1,5
Мали	-10,4	-3,1	-6,3	-8,5	-8,6	-4,2	-7,9	-8,2	-6,7	-7,0	-7,1
Мавритания	-11,7	3,0	-13,6	-34,6	-47,2	-1,3	-11,4	-15,7	-9,0	-16,4	6,8
Маврикий	3,2	5,7	2,4	0,8	-3,5	-5,3	-8,0	-8,7	-11,2	-12,1	-4,9
Марокко	4,3	3,7	3,2	1,7	1,8	2,2	0,2	-5,6	-2,5	-3,0	-0,8
Мозамбик	-17,6	-18,8	-15,5	-8,9	-11,4	-9,2	-9,5	-12,6	-11,7	-10,9	-9,3
Намибия	1,7	3,4	6,1	7,0	4,7	13,8	9,2	2,3	-0,7	-0,8	1,5
Нигер	-5,1	-9,7	-7,5	-7,3	-8,9	-9,7	-9,0	-12,6	-22,0	-30,9	-7,7
Нигерия	4,7	-12,6	-5,7	6,0	6,9	13,5	5,8	4,5	-9,0	-3,5	-1,3
Руанда	-6,0	-10,7	-12,4	1,9	2,3	-3,9	-1,7	-7,2	-6,6	-6,4	-6,3
Сан-Томе и Принсипи	-22,7	-17,0	-14,5	-16,8	-10,3	-28,8	-29,9	-32,8	-44,3	-39,1	-35,3
Сенегал	-4,3	-5,6	-6,1	-6,1	-7,7	-9,5	-11,8	-12,3	-11,9	-10,0	-9,9
Сейшельские Острова	-19,5	-13,6	0,2	-6,0	-19,7	-13,9	-23,4	-32,1	-26,7	-24,6	-21,7
Сьерра-Леоне	-6,3	-2,0	-4,8	-5,8	-7,1	-3,5	-3,8	-8,4	-4,8	-4,6	-3,5
Южная Африка	0,3	0,8	-1,1	-3,2	-4,0	-6,3	-7,3	-7,4	-5,8	-6,0	-6,8
Судан	-12,7	-10,3	-7,9	-6,5	-11,1	-15,2	-12,5	-9,3	-11,6	-10,0	-9,1
Свазиленд	-4,3	4,8	6,8	3,1	-4,1	-7,4	-1,4	-6,4	-5,5	-7,7	-2,9
Танзания	-4,5	-6,2	-4,2	-3,6	-4,1	-7,7	-9,0	-9,7	-8,7	-8,8	-6,5
Того	-9,3	-5,5	-4,2	-3,0	7,8	-2,9	-3,9	-6,6	-6,1	-5,9	-5,7
Тунис	-5,1	-3,6	-2,9	-2,7	-1,0	-2,0	-2,6	-4,5	-2,9	-4,3	-4,1
Уганда	-3,7	-4,6	-4,7	0,1	-1,4	-3,4	-3,1	-3,2	-6,2	-6,5	-2,7
Замбия	-19,9	-13,8	-14,7	-11,7	-8,3	1,2	-6,6	-7,4	-8,5	-7,2	-3,0
Зимбабве ¹	-0,3	-0,6	-2,9	-8,3	-11,0	-6,1	-1,4	...	...	...	...

Таблица А12 (продолжение)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2014
Центральная и Восточная Европа	-1,9	-2,7	-3,8	-5,1	-4,8	-6,5	-7,7	-7,6	-4,1	-3,5	-3,4
Албания	-3,1	-7,2	-5,0	-4,0	-6,1	-5,6	-9,1	-13,5	-11,3	-7,4	-8,9
Босния и Герцеговина	-12,5	-17,8	-19,4	-16,3	-18,0	-8,4	-12,7	-15,0	-9,3	-9,2	-8,2
Болгария	-5,6	-2,4	-5,5	-6,6	-12,4	-18,4	-25,1	-24,4	-12,3	-3,6	-3,0
Хорватия	-3,2	-7,3	-5,4	-4,6	-5,8	-6,7	-7,6	-9,4	-6,5	-4,1	-4,5
Эстония	-5,2	-10,6	-11,3	-11,7	-10,0	-16,7	-18,1	-9,2	-6,5	-5,4	-7,8
Венгрия	-6,0	-7,0	-7,9	-8,4	-7,5	-7,5	-6,4	-7,8	-3,9	-3,4	-1,1
Латвия	-7,5	-6,7	-8,2	-12,8	-12,5	-22,5	-22,6	-13,2	-6,7	-5,5	-3,2
Литва	-4,7	-5,2	-6,9	-7,6	-7,1	-10,7	-14,6	-11,6	-4,0	-5,3	-5,7
БЮР Македония	-7,2	-9,4	-4,1	-8,4	-2,6	-0,9	-7,2	-13,1	-14,1	-12,6	-8,9
Черногория	...	...	-6,8	-7,2	-8,5	-24,1	-29,3	-31,3	-23,2	-16,7	-11,7
Польша	-2,8	-2,5	-2,1	-4,0	-1,2	-2,7	-4,7	-5,5	-4,5	-3,9	-2,9
Румыния	-5,5	-3,3	-5,8	-8,4	-8,9	-10,4	-13,9	-12,6	-7,5	-6,5	-6,3
Сербия	-2,5	-8,3	-7,2	-12,1	-8,7	-10,1	-15,3	-17,3	-12,2	-11,3	-5,4
Турция	1,9	-0,3	-2,5	-3,7	-4,6	-6,0	-5,8	-5,7	-1,2	-1,6	-2,5
Содружество Независимых Государств²	8,0	6,5	6,2	8,2	8,7	7,4	4,2	5,0	0,0	1,5	-0,7
Россия	11,1	8,4	8,2	10,1	11,0	9,5	5,9	6,1	0,5	1,4	-1,5
Кроме России	-0,8	1,0	0,2	2,2	1,3	0,6	-1,3	1,2	-1,4	1,8	1,9
Армения	-9,5	-6,2	-6,8	-0,5	-1,0	-1,8	-6,4	-12,6	-11,5	-11,0	-7,7
Азербайджан	-0,9	-12,3	-27,8	-29,8	1,3	17,6	28,8	35,5	10,8	18,4	11,9
Беларусь	-3,3	-2,2	-2,4	-5,3	1,4	-3,9	-6,8	-8,4	-8,1	-5,6	-5,7
Грузия	-6,4	-6,1	-9,4	-6,7	-10,9	-15,1	-19,6	-22,6	-16,4	-16,7	-12,5
Казахстан	-5,4	-4,2	-0,9	0,8	-1,8	-2,5	-7,8	5,3	-6,4	1,1	4,4
Кыргызская Республика	-1,5	-4,0	1,7	4,9	2,8	-3,1	-0,2	-6,5	-6,3	-8,4	-3,6
Молдова	-1,8	-1,2	-6,6	-2,3	-10,3	-11,8	-17,0	-19,4	-19,4	-16,6	-13,7
Монголия	-12,0	-8,6	-7,1	1,3	1,3	7,0	6,7	-9,6	-6,5	-6,2	17,0
Таджикистан	-4,9	-3,5	-1,3	-3,9	-2,7	-2,8	-11,2	-8,8	-9,7	-8,3	-3,4
Туркменистан	1,7	6,7	2,7	0,6	5,1	15,7	15,4	19,6	15,7	9,2	17,8
Украина	3,7	7,5	5,8	10,6	2,9	-1,5	-3,7	-7,2	0,6	1,4	-2,3
Узбекистан	-1,0	1,2	5,8	7,2	7,7	9,1	7,3	13,6	7,7	6,8	5,6

Таблица А12 (продолжение)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2014
Развивающиеся страны Азии	1,5	2,4	2,7	2,6	4,0	6,0	6,9	5,8	6,4	5,7	6,1
Исламская Респ. Афганистан	...	-3,7	-15,7	-4,9	-2,8	-4,9	0,9	-1,5	-3,7	-4,7	-5,8
Бангладеш	-0,9	0,3	0,3	-0,3	0,0	1,2	1,1	0,9	0,9	-0,1	-0,5
Бутан	-8,5	-15,8	-23,6	-17,9	-30,4	-4,3	11,0	11,7	2,8	-8,7	-32,2
Бруней-Даруссалам	48,4	41,2	47,7	48,6	52,8	56,3	50,7	50,6	35,2	36,8	38,6
Камбоджа	-1,1	-2,4	-3,6	-2,2	-3,8	-0,6	-2,7	-10,9	-7,5	-7,2	-4,9
Китай	1,3	2,4	2,8	3,6	7,2	9,5	11,0	10,0	10,3	9,3	9,4
Фиджи	-6,7	2,5	-6,6	-12,9	-12,1	-24,7	-17,3	-26,1	-21,2	-16,1	-8,2
Индия	0,3	1,4	1,5	0,1	-1,3	-1,1	-1,0	-2,8	-2,5	-2,6	-2,5
Индонезия	4,3	4,0	3,5	0,6	0,1	3,0	2,4	0,1	-0,4	-0,7	-1,0
Кирибати	16,1	7,6	-19,5	-11,1	-19,1	-2,6	-1,0	-0,9	-3,1	-6,3	-11,4
Лаосская НДР	-10,7	-9,4	-12,4	-16,9	-17,2	-10,5	-18,0	-15,6	-11,7	-6,5	-13,8
Малайзия	7,9	8,0	12,0	12,1	15,0	16,7	15,4	17,4	12,9	10,7	9,8
Мальдивские Острова	-9,4	-5,6	-4,6	-16,2	-35,9	-33,0	-40,3	-55,6	-17,8	-17,2	-11,8
Мьянма	-2,4	0,2	-1,0	2,4	3,7	7,1	9,2	3,3	1,3	0,2	-2,8
Непал	4,5	4,2	2,4	2,7	2,0	2,2	0,4	2,5	2,3	0,1	-2,2
Пакистан	0,4	3,9	4,9	1,8	-1,4	-3,9	-4,8	-8,4	-5,9	-4,9	-3,9
Папуа-Новая Гвинея	6,5	-1,0	4,5	2,2	4,2	2,3	1,8	2,8	-6,7	-4,7	-3,1
Филиппины	-2,4	-0,4	0,4	1,9	2,0	4,5	4,9	2,5	2,3	1,6	-0,1
Самоа	0,1	-1,1	-95,3	-6,8	-1,6	-4,6	-6,1	-9,4	-8,4	-5,3	0,0
Соломоновы Острова	-9,4	-6,5	9,1	23,5	-9,8	-5,6	-2,8	-6,8	-9,6	-0,3	-22,7
Шри-Ланка	-1,1	-1,4	-0,4	-3,1	-2,5	-5,3	-4,3	-9,4	-2,7	-0,8	1,4
Таиланд	4,4	3,7	3,4	1,7	-4,3	1,1	5,7	-0,1	0,6	0,2	-0,4
Тимор-Лешти	-12,6	-15,9	-15,4	20,7	78,4	165,2	296,1	408,3	66,2	49,4	-50,8
Тонга	-9,5	5,1	-3,1	4,2	-2,6	-9,7	-10,4	-10,4	-8,8	-8,7	-7,6
Вануату	2,0	-5,4	-6,6	-5,0	-7,4	-4,1	-5,9	-6,2	-5,3	-4,8	-6,5
Вьетнам	2,1	-1,7	-4,9	-3,5	-1,1	-0,3	-9,8	-9,4	-4,8	-4,2	-3,2
Ближний Восток	6,4	4,7	8,1	11,7	19,7	21,0	18,2	18,8	-0,6	3,2	8,2
Бахрейн	2,8	-0,7	2,0	4,2	11,0	13,8	15,8	10,6	1,6	3,6	9,6
Египет	0,0	0,7	2,4	4,3	3,2	0,8	1,4	0,5	-3,0	-4,1	-2,3
Исламская Респ. Иран	5,2	3,1	0,6	0,9	8,8	9,2	11,9	5,2	-5,2	-3,6	0,4
Ирак	...	...	...	-39,6	6,1	15,4	15,5	19,1	-6,1	3,2	11,5
Иордания	0,1	5,7	12,2	0,8	-17,4	-10,8	-16,8	-12,7	-11,2	-10,6	-9,4
Кувейт	23,9	11,2	19,7	30,6	42,5	49,8	44,7	44,7	25,8	29,3	44,6
Ливан	-19,3	-14,1	-13,2	-15,5	-13,4	-5,6	-7,1	-11,4	-10,5	-10,0	-7,9
Ливия	12,3	3,0	19,9	22,3	38,4	45,8	33,8	39,2	8,3	11,7	24,7
Оман	9,8	6,7	3,8	2,4	15,2	12,1	5,9	6,1	-0,2	2,1	0,1
Катар	27,3	21,9	25,3	22,4	33,2	28,3	30,9	35,3	7,5	18,1	11,2
Саудовская Аравия	5,1	6,3	13,1	20,8	28,7	27,9	25,1	28,9	-1,8	4,5	11,5
Сирийская Арабская Респ.	8,3	5,4	-6,6	-1,6	-2,2	-2,8	-3,3	-4,0	-3,1	-4,4	-4,0
Объед. Арабские Эмираты	9,5	4,9	8,5	9,1	18,0	22,6	16,1	15,8	-5,6	-1,0	6,9
Йеменская Республика	6,8	4,1	1,5	1,6	3,8	1,1	-7,0	-2,0	-2,3	-1,3	-1,1

СЧЕТ ТЕКУЩИХ ОПЕРАЦИЙ: СТРАНЫ С ФОРМИРУЮЩИМЯ РЫНКОМ И РАЗВИВАЮЩИЕСЯ СТРАНЫ

Таблица А12 (окончание)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2014
Западное полушарие	-2,7	-0,9	0,5	1,0	1,3	1,5	0,4	-0,7	-2,2	-1,6	-0,7
Антигуа и Барбуда	-8,0	-11,5	-12,9	-8,3	-12,3	-31,4	-33,4	-19,5	-18,6	-20,5	-20,3
Аргентина	-1,4	8,9	6,3	2,1	1,7	2,3	1,6	1,4	1,0	1,8	2,0
Багамские Острова	-11,6	-7,8	-8,6	-5,4	-10,0	-20,4	-18,2	-13,4	-9,5	-10,4	-9,9
Барбадос	-4,4	-6,8	-6,3	-12,4	-12,8	-8,4	-5,2	-8,4	-7,2	-6,9	-7,2
Белиз	-21,9	-17,7	-18,2	-14,7	-13,6	-2,1	-4,0	-11,4	-6,7	-6,2	-6,0
Боливия	-3,4	-4,1	1,0	3,8	6,5	11,3	13,2	11,5	-2,1	-1,1	-1,3
Бразилия	-4,2	-1,5	0,8	1,8	1,6	1,3	0,1	-1,8	-1,8	-1,8	-1,1
Чили	-1,6	-0,9	-1,1	2,2	1,2	4,9	4,4	-2,0	-4,8	-5,0	-3,2
Колумбия	-1,2	-1,5	-1,1	-0,8	-1,3	-1,8	-2,8	-2,8	-3,9	-3,3	-1,5
Коста-Рика	-3,7	-4,9	-4,8	-4,3	-4,9	-4,5	-6,3	-8,9	-5,3	-5,3	-5,2
Доминика	-18,4	-13,6	-12,8	-16,5	-28,0	-17,8	-29,2	-31,9	-25,2	-24,9	-20,7
Доминиканская Республика	-3,0	-3,6	4,9	4,8	-1,4	-3,6	-5,0	-9,7	-6,8	-6,9	-5,6
Эквадор	-3,2	-4,8	-1,5	-1,7	0,8	3,9	2,3	2,4	-3,5	-2,3	-2,0
Сальвадор	-1,1	-2,8	-4,7	-4,0	-3,3	-3,6	-5,5	-7,2	-2,3	-3,9	-3,0
Гренада	-19,7	-26,6	-25,3	-9,0	-31,3	-33,4	-41,9	-42,2	-32,9	-30,4	-26,0
Гватемала	-6,5	-6,1	-4,6	-4,9	-4,5	-5,0	-5,2	-4,8	-4,0	-4,9	-4,0
Гайана	-15,0	-11,9	-8,6	-9,3	-14,8	-20,9	-18,0	-20,8	-18,1	-15,6	-11,4
Гаити	-2,0	-0,9	-1,6	-1,6	2,6	-1,4	-0,3	-3,1	-3,3	-2,8	0,7
Гондурас	-6,3	-3,6	-6,8	-7,7	-3,0	-3,7	-10,3	-14,0	-8,0	-9,2	-8,0
Ямайка	-8,3	-11,2	-7,5	-6,4	-9,4	-10,2	-14,9	-15,3	-12,5	-10,9	-8,2
Мексика	-2,6	-2,0	-1,0	-0,7	-0,5	-0,5	-0,8	-1,4	-2,5	-2,2	-1,8
Никарагуа	-19,4	-17,7	-16,2	-14,5	-14,6	-13,6	-18,3	-23,2	-15,5	-14,5	-7,7
Панама	-1,5	-0,8	-4,5	-7,5	-4,9	-3,1	-7,3	-12,4	-10,1	-11,6	-7,0
Парагвай	-4,2	1,8	2,3	2,1	0,3	0,5	0,7	-1,4	-1,0	-0,9	0,6
Перу	-2,1	-1,9	-1,5	0,0	1,4	3,0	1,4	-3,3	-3,3	-3,2	-1,6
Сент-Китс и Невис	-32,0	-39,1	-34,8	-20,1	-18,2	-20,4	-23,8	-24,2	-19,4	-19,4	5,8
Сент-Люсия	-15,6	-15,0	-14,7	-10,9	-17,1	-30,2	-31,3	-29,5	-24,2	-22,5	-22,1
Сент-Винсент и Гренадины	-10,4	-11,5	-20,8	-24,8	-22,3	-24,1	-35,1	-33,7	-29,3	-29,8	-20,8
Суринам	-15,2	-5,6	-10,8	-2,1	-4,3	1,8	2,9	0,2	-7,8	-1,9	1,3
Тринидад и Тобаго	5,0	0,9	8,7	12,5	22,4	37,5	24,8	26,8	7,4	10,2	8,2
Уругвай	-2,9	2,9	-0,5	0,3	0,0	-2,3	-0,8	-3,6	-1,7	-2,4	-1,2
Венесуэла	1,6	8,2	14,1	13,8	17,7	14,7	8,8	12,3	-0,4	4,1	8,4

¹Учитывая последние тенденции, нет возможности прогнозировать номинальный ВВП с какой-либо степенью точности, поэтому прогнозы на 2008 год и последующие периоды не приводятся.

²Монголия, которая не является членом Содружества Независимых Государств, включена в эту группу в силу ее географического положения и схожих характеристик структуры экономики.

Таблица А13. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны: чистые потоки капитала¹

(В миллиардах долларов США)

	Среднее 1998–2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны											
Частные потоки капитала, нетто ²	64,3	73,5	54,0	154,2	222,0	226,8	202,8	617,5	109,3	-190,3	-6,5
Частные прямые инвестиции, нетто	164,2	180,5	144,4	161,3	183,9	243,7	241,4	359,0	459,3	312,8	303,1
Частные портфельные потоки, нетто	41,4	-76,9	-86,4	-3,8	10,0	-5,6	-100,7	39,5	-155,2	-234,5	-195,3
Другие частные потоки капитала, нетто	-141,2	-30,1	-4,1	-3,3	28,0	-11,3	62,2	219,2	-194,6	-268,5	-114,2
Официальные потоки, нетто ³	7,1	2,3	14,8	-43,3	-64,9	-98,5	-154,1	-100,5	-60,0	57,6	-28,1
Изменение резервов ⁴	-89,5	-132,7	-191,3	-360,6	-501,9	-585,7	-751,7	-1257,8	-865,7	-266,5	-512,2
<i>Для справки</i>											
Изменение резервов ⁵	41,7	93,3	138,0	233,6	312,3	532,0	728,7	741,5	793,0	355,7	473,8
Африка											
Частные потоки капитала, нетто ²	3,8	1,3	2,0	4,9	13,0	26,0	35,2	33,4	24,2	30,2	44,7
Частные прямые инвестиции, нетто	7,4	23,1	14,3	17,1	15,8	23,3	23,4	32,1	32,4	27,6	31,7
Частные портфельные потоки, нетто	3,8	-7,9	-1,6	-0,4	5,6	4,2	17,6	9,9	-15,8	0,9	4,1
Другие частные потоки капитала, нетто	-7,3	-14,0	-10,7	-11,8	-8,4	-1,5	-5,7	-8,3	7,9	1,8	9,0
Официальные потоки, нетто ³	5,3	6,5	8,8	6,2	4,2	0,5	-10,0	5,0	11,1	15,1	12,8
Изменение резервов ⁴	-3,9	-10,2	-5,7	-11,5	-31,7	-43,3	-54,3	-61,6	-53,8	21,7	-3,6
Центральная и Восточная Европа											
Частные потоки капитала, нетто ²	30,8	5,6	25,9	42,3	61,3	99,9	120,0	173,6	147,1	-38,3	13,4
Частные прямые инвестиции, нетто	15,4	17,4	12,2	13,3	30,0	37,4	58,9	72,0	64,1	30,1	32,5
Частные портфельные потоки, нетто	4,1	0,2	3,1	9,7	25,3	25,9	9,4	-7,4	-13,2	-6,1	4,6
Другие частные потоки капитала, нетто	11,3	-12,0	10,6	19,2	6,1	36,6	51,7	108,9	96,2	-62,4	-23,6
Официальные потоки, нетто ³	-0,7	5,2	4,5	-2,4	-4,1	0,0	-7,9	-6,0	7,3	26,8	9,6
Изменение резервов ⁴	-8,4	-11,0	-14,2	-9,3	-8,1	-36,1	-20,3	-31,2	-9,7	36,6	6,1
Содружество Независимых Государств											
Частные потоки капитала, нетто ²	-16,3	6,9	15,7	19,0	2,6	30,4	55,1	127,2	-127,4	-119,0	-40,0
Частные прямые инвестиции, нетто	4,2	4,9	5,2	5,4	13,1	11,6	20,7	26,6	44,4	17,3	22,9
Частные портфельные потоки, нетто	-3,5	-1,2	0,4	-0,4	4,3	-4,9	12,9	14,5	-36,8	1,6	3,4
Другие частные потоки капитала, нетто	-17,0	3,1	10,1	14,1	-14,8	23,7	21,5	86,1	-135,1	-137,9	-66,4
Официальные потоки, нетто ³	-2,2	-5,1	-10,8	-9,4	-7,6	-19,6	-29,8	-5,9	-0,7	25,1	6,2
Изменение резервов ⁴	-4,8	-14,4	-15,1	-32,7	-54,9	-77,1	-127,8	-168,1	-33,1	94,3	8,0
Страны Азии с формирующимся рынком⁶											
Частные потоки капитала, нетто ²	-13,4	24,3	23,9	66,9	145,6	85,3	31,8	164,8	127,9	-46,9	-35,6
Частные прямые инвестиции, нетто	64,0	53,5	52,4	70,6	64,7	100,5	94,3	138,5	222,6	161,6	138,8
Частные портфельные потоки, нетто	27,6	-50,7	-60,2	10,3	10,2	-5,3	-107,2	11,2	-65,9	-192,1	-204,5
Другие частные потоки капитала, нетто	-105,0	21,4	31,7	-13,9	70,7	-10,0	44,6	15,2	-28,7	-16,3	30,1
Официальные потоки, нетто ³	2,4	-13,1	2,6	-18,4	-13,4	-21,7	-21,7	-36,6	-13,1	-11,3	-40,0
Изменение резервов ⁴	-67,2	-87,7	-154,9	-236,7	-338,7	-288,3	-372,2	-673,1	-634,3	-514,5	-526,9
Ближний Восток⁷											
Частные потоки капитала, нетто ²	0,5	-7,6	-19,2	1,4	-17,7	-53,7	-50,0	11,0	-120,9	-29,5	-24,1
Частные прямые инвестиции, нетто	6,5	12,3	9,1	17,0	10,4	17,6	14,9	4,0	11,4	17,6	15,7
Частные портфельные потоки, нетто	-3,5	-11,8	-16,1	-18,0	-21,7	-36,2	-25,7	-31,0	-12,3	-14,4	-6,4
Другие частные потоки капитала, нетто	-2,6	-8,1	-12,3	2,3	-6,4	-35,1	-39,2	38,0	-120,1	-32,7	-33,4
Официальные потоки, нетто ³	-5,3	-12,8	-8,2	-24,4	-33,9	-27,3	-67,0	-58,9	-75,6	-9,4	-22,1
Изменение резервов ⁴	-7,8	-11,1	-2,9	-36,7	-46,3	-107,2	-126,2	-191,5	-151,3	46,6	-10,6
Западное полушарие											
Частные потоки капитала, нетто ²	58,9	43,2	5,7	19,7	17,1	39,0	10,8	107,4	58,5	13,3	35,2
Частные прямые инвестиции, нетто	66,6	69,2	51,2	38,0	50,0	53,3	29,1	85,8	84,3	58,7	61,6
Частные портфельные потоки, нетто	13,0	-5,6	-12,0	-5,0	-13,6	10,7	-7,7	42,3	-11,2	-24,4	3,6
Другие частные потоки капитала, нетто	-20,7	-20,4	-33,4	-13,3	-19,3	-25,0	-10,6	-20,6	-14,7	-21,0	-29,9
Официальные потоки, нетто ³	7,6	21,7	17,8	5,1	-10,1	-30,4	-17,7	1,8	11,0	11,3	5,4
Изменение резервов ⁴	2,5	1,7	1,4	-33,7	-22,1	-33,6	-51,0	-132,4	-49,8	48,9	14,8
<i>Для справки</i>											
Страны-экспортеры топлива											
Частные потоки капитала, нетто ²	-22,1	-6,0	-14,5	13,5	-18,4	-27,7	-9,0	93,8	-318,3	-148,4	-79,4
Другие страны											
Частные потоки капитала, нетто ²	86,4	79,6	68,5	140,7	240,3	254,5	211,8	523,7	427,5	-41,9	72,9

¹Чистые потоки капитала включают чистые прямые инвестиции, чистые портфельные инвестиции и другие чистые потоки долго- и краткосрочных инвестиций, в том числе официальное и частное заимствование. В эту таблицу включены САР Гонконг, Израиль, Корея, Сингапур и Тайвань, провинция Китая.

²В связи с ограниченностью данных потоки, входящие в категорию «частные потоки капитала, нетто», могут включать некоторые официальные потоки.

³Исключая гранты и включая зарубежные инвестиции официальных инвестиционных учреждений.

⁴Знак «минус» означает увеличение.

⁵Сумма сальдо счета текущих операций, чистых частных потоков капитала, чистых официальных потоков и изменения резервов равна (с противоположным знаком) сумме сальдо счета операций с капиталом и ошибок и пропусков.

⁶Включают развивающиеся страны Азии и новые индустриальные страны Азии.

⁷Включая Израиль.

Таблица А14. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны: частные потоки капитала¹

(В миллиардах долларов США)

	Среднее 1998–2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны											
Частные потоки капитала, нетто	64,3	73,5	54,0	154,2	222,0	226,8	202,8	617,5	109,3	-190,3	-6,5
Приток	221,6	170,1	167,1	418,5	666,6	841,9	1,314,4	2,129,8	753,9	524,5	957,1
Отток	-113,4	-101,4	-113,2	-268,5	-446,8	-618,5	-1,111,9	-1,512,7	-645,0	-715,0	-963,6
Африка											
Частные потоки капитала, нетто	3,8	1,3	2,0	4,9	13,0	26,0	35,2	33,4	24,2	30,2	44,7
Приток	15,0	14,1	14,2	19,2	25,7	45,3	70,0	62,7	41,3	33,8	50,9
Отток	-6,5	-12,9	-12,3	-14,2	-12,8	-19,3	-34,6	-29,1	-16,8	-3,6	-6,1
Центральная и Восточная Европа											
Частные потоки капитала, нетто	30,8	5,6	25,9	42,3	61,3	99,9	120,0	173,6	147,1	-38,3	13,4
Приток	37,6	15,0	28,9	53,1	92,7	117,9	174,3	217,2	155,5	-51,6	17,0
Отток	-2,4	-9,4	-3,0	-10,9	-31,3	-18,0	-54,4	-43,7	-8,5	13,2	-3,6
Содружество Независимых Государств											
Частные потоки капитала, нетто	-16,3	6,9	15,7	19,0	2,6	30,4	55,1	127,2	-127,4	-119,0	-40,0
Приток	1,8	11,1	22,8	45,9	62,6	112,4	160,5	283,7	154,4	-3,8	78,3
Отток	-1,8	-4,3	-7,1	-26,9	-60,0	-82,0	-105,5	-156,5	-281,8	-115,2	-118,3
Страны Азии с формирующимся рынком²											
Частные потоки капитала, нетто	-13,4	24,3	23,9	66,9	145,6	85,3	31,8	164,8	127,9	-46,9	-35,6
Приток	56,5	57,7	80,7	215,4	355,1	391,6	558,1	931,4	326,9	464,9	662,4
Отток	-71,3	-38,8	-56,6	-152,7	-211,6	-308,5	-526,5	-767,0	-199,3	-511,8	-697,9
Ближний Восток³											
Частные потоки капитала, нетто	0,5	-7,6	-19,2	1,4	-17,7	-53,7	-50,0	11,0	-120,9	-29,5	-24,1
Приток	18,3	-3,3	-9,5	31,0	66,8	84,3	246,3	413,7	-67,0	6,8	54,5
Отток	-17,1	-3,7	-9,8	-29,6	-84,5	-139,3	-296,5	-402,9	-54,1	-36,6	-78,8
Западное полушарие											
Частные потоки капитала, нетто	58,9	43,2	5,7	19,7	17,1	39,0	10,8	107,4	58,5	13,3	35,2
Приток	92,4	75,5	30,1	53,9	63,8	90,4	105,2	221,0	142,9	74,3	94,1
Отток	-14,3	-32,4	-24,3	-34,2	-46,7	-51,4	-94,4	-113,6	-84,5	-61,0	-58,9

¹Частные потоки капитала включают прямые инвестиции, портфельные инвестиции и другие потоки долго- и краткосрочных инвестиций. В эту таблицу включены САР Гонконг, Израиль, Корея, Сингапур и Тайвань, провинция Китая.

²Включают развивающиеся страны Азии и новые индустриальные страны Азии.

³Включая Израиль.

Таблица А15. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны: резервы¹

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	<i>В миллиардах долларов США</i>									
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	877,1	1040,0	1356,4	1805,2	2294,7	3050,3	4329,4	5179,8	5425,4	5894,9
Региональные группы										
Африка	64,4	71,9	90,1	126,1	160,1	221,2	289,0	342,8	321,1	324,7
К югу от Сахары	35,5	35,9	39,8	62,2	82,9	115,8	146,3	163,5	144,0	144,6
Кроме Нигерии и Южной Африки	18,8	22,4	25,9	31,8	35,8	50,2	65,1	77,5	71,4	74,5
Центральная и Восточная Европа	72,8	89,2	110,6	129,2	157,9	196,3	248,9	258,6	222,0	216,0
Содружество Независимых Государств ²	43,9	58,1	92,3	148,8	214,4	356,1	547,9	514,8	420,5	412,4
Россия	33,1	44,6	73,8	121,5	176,5	296,2	466,7	421,3	333,2	320,1
Кроме России	10,8	13,5	18,5	27,3	37,9	59,8	81,2	93,4	87,2	92,3
Развивающиеся страны Азии	379,5	496,2	669,7	933,9	1155,5	1489,3	2128,2	2745,6	3237,7	3718,6
Китай	216,3	292,0	409,2	615,5	822,5	1069,5	1531,3	2134,5	2652,5	3086,9
Индия	46,4	68,2	99,5	127,2	132,5	171,3	267,6	271,7	256,9	257,0
Кроме Китая и Индии	116,9	136,0	161,1	191,1	200,5	248,4	329,2	339,4	328,3	374,7
Ближний Восток	157,9	163,9	198,3	246,7	351,6	477,2	670,4	823,1	778,2	792,0
Западное полушарие	158,6	160,5	195,4	220,6	255,3	310,3	445,1	494,9	446,0	431,1
Бразилия	35,6	37,5	48,9	52,5	53,3	85,2	179,5	192,9	168,8	157,3
Мексика	44,8	50,6	59,0	64,1	74,1	76,3	87,1	94,6	94,6	94,6
Аналитические группы										
По источникам экспортных доходов										
Топливо	199,7	213,5	290,3	416,6	606,2	912,7	1316,1	1480,2	1301,5	1300,9
Товары, кроме топлива, в том числе первичные продукты	677,5	826,4	1066,1	1388,6	1688,6	2137,6	3013,4	3699,6	4124,0	4594,0
в том числе первичные продукты	19,4	21,3	22,8	24,0	25,9	31,3	33,3	43,6	45,8	48,0
По источникам внешнего финансирования										
Страны – чистые дебиторы, в том числе офици. финансирование	400,3	466,6	574,6	671,5	752,5	943,3	1,310,9	1,410,0	1,307,6	1,317,6
в том числе офици. финансирование	32,1	36,8	43,1	47,2	49,4	59,2	78,9	85,7	86,5	92,4
Страны – чистые дебиторы по состоянию обслуживания долга										
Страны, имевшие просроченную задолженность, и/или страны, которым предоставлялось переоформление долга, в период с 2003 по 2007 год	35,8	39,8	48,9	58,3	72,5	87,9	119,5	120,5	115,7	120,4
Другие группы										
Бедные страны с высоким уровнем задолженности	11,1	13,6	16,2	19,6	20,5	27,0	35,9	40,6	40,1	42,6
Ближний Восток и Северная Африка	186,9	200,3	249,3	312,1	430,9	584,6	814,7	1004,0	956,5	973,7

Таблица А15 (окончание)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
	<i>Отношение резервов к импорту товаров и услуг³</i>									
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	50,3	55,7	61,1	63,8	67,8	75,5	87,5	84,5	110,6	115,3
Региональные группы										
Африка	46,1	46,9	47,9	54,3	57,8	68,9	71,8	69,5	75,5	71,1
К югу от Сахары	33,9	31,1	27,6	35,2	38,6	45,8	46,6	43,7	44,9	41,9
Кроме Нигерии и Южной Африки	32,2	36,6	35,0	34,7	31,7	39,3	39,5	37,8	41,8	38,9
Центральная и Восточная Европа	36,9	39,9	38,1	34,0	35,5	36,3	36,4	31,6	37,1	34,6
Содружество Независимых Государств ²	34,3	40,9	52,5	65,3	76,8	101,2	115,4	83,4	93,3	85,7
Россия	44,6	52,9	71,5	93,0	107,4	141,7	165,1	114,4	126,8	115,1
Кроме России	20,0	23,3	25,4	28,1	33,0	41,9	42,3	37,5	46,4	45,4
Развивающиеся страны Азии	58,3	68,1	74,5	79,5	81,8	89,4	107,7	112,6	174,2	195,7
Китай	79,7	89,0	91,1	101,5	115,5	125,4	148,0	163,6	302,1	356,6
Индия	65,0	90,0	107,1	97,0	72,8	75,5	95,1	79,3	80,2	77,4
Кроме Китая и Индии	37,9	41,8	45,1	43,7	38,6	42,4	49,9	42,9	49,7	53,4
Ближний Восток	78,7	74,2	77,9	77,4	91,7	101,6	114,7	106,7	104,1	100,3
Западное полушарие	37,1	40,3	47,3	44,5	43,5	44,8	53,9	49,8	54,1	50,1
Бразилия	49,0	60,8	76,8	65,6	54,4	70,7	113,8	87,6	93,5	82,0
Мексика	24,2	27,3	31,4	29,8	30,5	27,4	28,5	28,3	34,8	33,8
Аналитические группы										
По источникам экспортных доходов										
Топливо	62,0	59,4	68,8	78,6	92,7	113,3	126,1	110,2	110,8	104,0
Товары, кроме топлива, в том числе первичные продукты	47,6	54,8	59,3	60,4	61,8	66,1	77,2	77,3	110,6	118,9
	49,6	54,6	50,8	43,1	37,1	39,4	32,8	34,2	43,3	42,0
По источникам внешнего финансирования										
Страны – чистые дебиторы, в том числе офиц. финансирование	39,6	45,0	48,0	44,8	41,8	43,9	50,4	44,7	50,6	48,6
	48,2	50,7	49,9	45,0	39,7	39,8	41,7	36,5	44,0	44,2
Страны – чистые дебиторы по состоянию обслуживания долга										
Страны, имевшие просроченную задолженность, и/или страны, которым предоставлялось переоформление долга, в период с 2003 по 2007 год	30,3	37,2	38,5	36,2	36,2	36,6	40,7	32,5	37,5	36,9
Другие группы										
Бедные страны с высоким уровнем задолженности	28,1	31,6	33,2	33,0	28,9	32,8	34,4	31,7	35,2	35,0
Ближний Восток и Северная Африка	78,2	76,3	82,3	82,0	94,7	106,5	118,6	110,8	110,7	106,5

¹В этой таблице официальные авуары в золоте оцениваются по 35 СДР за унцию. Данное правило приводит к заметному занижению оценки резервов по странам, имеющим значительные авуары в золоте.

²Монголия, которая не является членом Содружества Независимых Государств, включена в эту группу в силу ее географического положения и схожих характеристик структуры экономики.

³Резервы на конец года в процентах импорта товаров и услуг за указанный год.

Таблица А16. Сводные данные об источниках и использовании мировых сбережений

(В процентах ВВП)

	Средние								Среднее		
	1987–94	1995–2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011–14
Весь мир											
Сбережение	22,6	22,0	20,9	22,0	22,8	23,9	24,4	24,2	22,4	22,6	24,4
Инвестиции	22,4	22,2	21,1	22,0	22,5	23,2	23,7	24,0	22,6	22,6	23,8
Страны с развитой экономикой											
Сбережение	22,2	21,3	19,1	19,8	20,1	20,6	20,5	19,4	17,4	17,1	18,3
Инвестиции	22,7	21,6	19,9	20,5	21,0	21,4	21,3	20,8	18,3	18,0	19,1
Чистое кредитование	-0,5	-0,3	-0,8	-0,7	-0,9	-0,8	-0,7	-1,4	-0,9	-1,0	-0,8
Текущие трансферты	-0,4	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,8	-0,7	-0,7	-0,7	-0,6
Факторный доход	-0,4	0,2	0,1	0,4	0,8	1,0	0,7	0,2	0,6	0,6	0,4
Сальдо ресурсов	0,2	0,1	-0,3	-0,5	-0,9	-1,1	-0,6	-0,9	-0,8	-0,9	-0,6
Соединенные Штаты											
Сбережение	16,1	16,9	13,3	13,8	14,8	15,5	14,2	11,9	11,9	11,8	14,0
Инвестиции	18,6	19,6	18,4	19,4	20,0	20,1	18,8	17,5	14,7	14,6	17,1
Чистое кредитование	-2,5	-2,7	-5,1	-5,5	-5,1	-4,6	-4,6	-5,5	-2,8	-2,8	-3,1
Текущие трансферты	-0,4	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8	-0,7	-0,7
Факторный доход	-0,5	0,4	0,1	0,4	1,3	1,8	1,3	0,1	1,2	1,4	0,8
Сальдо ресурсов	-1,5	-2,5	-4,5	-5,2	-5,7	-5,7	-5,1	-4,8	-3,3	-3,5	-3,3
Зона евро											
Сбережение	...	21,4	20,7	21,6	21,2	22,0	22,4	21,6	18,8	18,1	18,8
Инвестиции	...	20,8	20,1	20,4	20,8	21,6	22,1	22,2	19,7	19,1	19,4
Чистое кредитование	...	0,6	0,6	1,2	0,4	0,3	0,3	-0,6	-0,9	-1,0	-0,6
Текущие трансферты ¹	-0,6	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9	-1,0	-1,0	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8
Факторный доход ¹	-0,8	-0,4	-0,7	-0,2	-0,2	0,1	-0,4	-0,5	-0,5	-0,6	-0,7
Сальдо ресурсов ¹	0,9	1,7	2,1	2,2	1,6	1,2	1,6	0,7	0,4	0,4	0,9
Германия											
Сбережение	23,4	20,3	19,3	21,8	22,0	23,8	25,8	25,7	19,5	18,4	19,7
Инвестиции	23,7	20,8	17,4	17,1	16,9	17,6	18,3	19,3	17,2	16,0	15,7
Чистое кредитование	-0,3	-0,5	1,9	4,7	5,1	6,1	7,5	6,4	2,3	2,4	4,0
Текущие трансферты	-1,6	-1,4	-1,3	-1,3	-1,3	-1,2	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,2
Факторный доход	-0,9	-0,4	-0,7	0,9	1,1	1,6	1,7	2,0	1,1	1,0	1,3
Сальдо ресурсов	2,2	1,2	3,9	5,0	5,3	5,7	7,1	5,8	2,6	2,7	4,0
Франция											
Сбережение	20,3	20,9	20,0	20,2	19,7	20,5	21,0	20,8	20,4	19,6	20,0
Инвестиции	20,5	18,9	18,9	19,6	20,3	21,1	22,1	22,3	19,9	20,3	21,5
Чистое кредитование	-0,3	2,0	1,2	0,6	-0,6	-0,6	-1,0	-1,6	0,4	-0,7	-1,5
Текущие трансферты	-0,6	-0,9	-1,1	-1,1	-1,3	-1,2	-1,2	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
Факторный доход	-0,5	0,8	1,2	1,1	1,2	1,6	1,5	1,1	2,1	1,6	0,8
Сальдо ресурсов	0,9	2,1	1,1	0,6	-0,5	-1,0	-1,4	-2,2	-1,2	-1,7	-1,7
Италия											
Сбережение	20,2	21,2	19,4	19,9	19,0	19,0	19,4	18,0	15,7	15,1	15,0
Инвестиции	21,3	20,1	20,7	20,8	20,7	21,6	21,8	21,2	18,8	18,2	18,1
Чистое кредитование	-1,1	1,1	-1,3	-0,9	-1,7	-2,6	-2,4	-3,2	-3,0	-3,1	-3,2
Текущие трансферты	-0,4	-0,5	-0,5	-0,6	-0,7	-0,9	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8
Факторный доход	-1,6	-1,1	-1,3	-1,1	-1,0	-0,9	-1,3	-1,9	-1,8	-1,7	-1,6
Сальдо ресурсов	0,9	2,7	0,6	0,7	0,0	-0,8	-0,3	-0,5	-0,5	-0,6	-0,8
Япония											
Сбережение	33,5	28,6	26,1	26,8	27,2	27,7	28,9	26,7	23,5	23,2	23,8
Инвестиции	30,9	26,3	22,8	23,0	23,6	23,8	24,1	23,5	22,0	22,0	22,1
Чистое кредитование	2,5	2,4	3,2	3,7	3,6	3,9	4,8	3,1	1,5	1,2	1,7
Текущие трансферты	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2
Факторный доход	0,8	1,3	1,7	1,9	2,3	2,7	3,1	3,1	2,5	2,6	2,7
Сальдо ресурсов	1,9	1,2	1,7	2,0	1,5	1,4	1,9	0,4	-0,8	-1,2	-0,9
Соединенное Королевство											
Сбережение	16,0	16,1	15,1	15,0	14,7	14,2	15,3	15,1	12,1	12,4	13,7
Инвестиции	18,6	17,5	16,7	17,1	17,3	17,6	18,2	16,8	14,1	13,9	14,6
Чистое кредитование	-2,7	-1,4	-1,6	-2,1	-2,6	-3,4	-2,9	-1,7	-2,0	-1,5	-0,9
Текущие трансферты	-0,7	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1
Факторный доход	-0,4	0,5	1,5	1,5	1,7	0,8	1,5	2,3	1,1	1,1	1,2
Сальдо ресурсов	-1,6	-1,1	-2,3	-2,7	-3,4	-3,3	-3,4	-3,0	-2,1	-1,5	-1,1
Канада											
Сбережение	16,9	20,4	21,2	23,0	23,9	24,3	24,1	23,7	21,6	21,6	22,6
Инвестиции	20,3	19,6	20,0	20,7	22,0	22,9	23,3	23,0	22,5	22,3	22,3
Чистое кредитование	-3,4	0,8	1,2	2,3	1,9	1,4	0,9	0,6	-0,9	-0,7	0,3
Текущие трансферты	-0,2	0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,1
Факторный доход	-3,5	-3,1	-2,5	-1,9	-1,6	-0,9	-0,9	-0,9	-0,5	-0,7	-0,8
Сальдо ресурсов	0,2	3,8	3,7	4,2	3,7	2,4	1,9	1,5	-0,4	0,0	1,0

Таблица А16 (продолжение)

	Средние		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Среднее 2011–14
	1987–94	1995–2002									
Новые индустриальные страны Азии											
Сбережение	34,9	31,9	31,5	32,6	31,4	31,6	31,8	31,9	29,1	28,6	29,9
Инвестиции	27,4	30,0	24,8	26,4	25,9	26,1	26,0	27,4	22,8	22,6	23,3
Чистое кредитование	7,5	2,0	6,6	6,2	5,5	5,5	5,8	4,5	6,3	6,0	6,6
Текущие трансферты	0,0	-0,4	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,6	-0,7	-0,7	-0,6
Факторный доход	4,1	-0,9	0,8	0,6	0,3	0,5	0,4	1,3	0,2	0,1	0,9
Сальдо ресурсов	3,4	3,3	6,5	6,4	5,9	5,7	6,1	3,7	6,8	6,5	6,4
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны											
Сбережение	24,2	24,5	28,0	29,8	31,6	33,3	34,2	35,1	33,7	34,2	35,6
Инвестиции	25,1	24,9	25,9	27,2	27,3	28,3	30,1	31,3	32,2	32,1	32,5
Чистое кредитование	-1,9	-0,4	2,1	2,6	4,2	5,0	4,1	3,9	1,6	2,1	3,0
Текущие трансферты	0,5	1,0	1,6	1,5	1,6	1,6	1,5	1,4	1,4	1,3	1,2
Факторный доход	-1,1	-1,7	-1,9	-2,0	-1,8	-1,6	-1,5	-1,5	-1,3	-1,3	-0,3
Сальдо ресурсов	-0,8	0,4	2,4	3,0	4,4	5,1	4,1	4,0	1,5	2,1	2,1
<i>Для справки</i>											
Приобретение иностранных активов	1,4	3,6	5,7	6,8	9,0	11,1	13,6	7,4	3,5	5,0	6,2
Изменение резервов	0,5	1,2	3,8	4,7	5,0	5,6	7,9	4,6	1,5	2,6	3,3
Региональные группы											
Африка											
Сбережение	18,2	18,8	21,1	22,7	24,1	26,7	25,7	26,0	20,0	21,6	23,2
Инвестиции	19,6	20,3	21,6	22,6	22,2	23,2	24,8	24,9	26,5	26,3	26,6
Чистое кредитование	-1,4	-1,5	-0,5	0,1	1,8	3,5	1,0	1,2	-6,5	-4,7	-3,5
Текущие трансферты	2,5	2,6	3,1	3,1	3,0	2,8	2,9	2,8	3,0	2,6	2,5
Факторный доход	-3,7	-4,1	-4,4	-5,1	-5,3	-4,3	-4,9	-4,9	-3,7	-3,2	-3,2
Сальдо ресурсов	-0,3	0,0	0,8	2,1	4,1	5,0	3,0	3,3	-5,7	-4,2	-2,8
<i>Для справки</i>											
Приобретение иностранных активов	0,1	2,8	3,4	4,5	5,8	7,7	6,9	4,6	-2,0	0,3	2,3
Изменение резервов	0,4	1,4	2,0	4,4	5,2	5,7	5,6	4,2	-1,9	0,3	1,8
Центральная и Восточная Европа											
Сбережение	23,0	18,7	16,3	16,6	16,7	17,2	17,4	17,8	18,9	19,6	21,8
Инвестиции	25,0	21,6	20,1	21,6	21,5	23,5	25,0	25,1	22,5	22,6	24,7
Чистое кредитование	-2,0	-2,9	-3,8	-5,0	-4,8	-6,3	-7,6	-7,3	-3,6	-3,0	-2,8
Текущие трансферты	1,7	1,8	1,7	1,5	1,4	1,6	1,5	1,3	1,4	1,6	1,7
Факторный доход	-2,6	-1,2	-2,1	-2,5	-2,1	-2,3	-2,9	-2,6	-3,3	-3,2	-3,0
Сальдо ресурсов	-1,1	-3,4	-3,4	-4,0	-4,1	-5,6	-6,2	-6,0	-1,7	-1,4	-1,5
<i>Для справки</i>											
Приобретение иностранных активов	0,9	2,0	2,5	4,1	5,1	5,7	5,2	1,3	-4,9	-0,7	2,1
Изменение резервов	-0,6	1,9	1,2	0,9	3,2	1,6	2,0	0,5	-2,5	-0,4	1,1
Содружество Независимых Государств²											
Сбережение	...	24,9	27,4	29,7	29,8	29,7	29,1	30,8	24,7	24,9	24,2
Инвестиции	...	20,4	21,2	21,4	21,1	22,5	25,1	25,8	24,8	23,6	24,1
Чистое кредитование	...	4,5	6,2	8,2	8,6	7,2	4,0	5,0	-0,1	1,3	0,1
Текущие трансферты	...	0,5	0,6	0,5	0,5	0,4	0,3	0,5	0,8	0,7	0,5
Факторный доход	...	-2,0	-2,8	-2,2	-2,8	-3,6	-3,1	-3,5	-2,8	-3,5	-2,5
Сальдо ресурсов	...	6,0	8,4	9,9	10,9	10,3	6,8	8,0	1,9	4,1	2,1
<i>Для справки</i>											
Приобретение иностранных активов	...	5,4	11,5	13,9	15,3	16,1	17,3	9,6	-2,6	3,3	4,3
Изменение резервов	...	1,6	5,7	7,1	7,7	9,8	9,9	-1,5	-6,0	-0,5	1,0

Таблица А16 (продолжение)

	Средние		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Среднее 2011–14
	1987–94	1995–2002									
Развивающиеся страны Азии											
Сбережение	29,8	32,7	36,5	38,4	41,3	44,0	46,8	47,8	48,3	47,9	48,4
Инвестиции	32,1	31,9	33,7	35,8	37,2	38,0	39,9	42,0	42,0	42,1	42,1
Чистое кредитование	-2,3	0,8	2,8	2,6	4,1	6,0	7,0	5,9	6,4	5,7	6,3
Текущие трансферты	0,9	1,4	2,1	2,0	2,1	2,1	2,1	2,0	1,8	1,7	1,5
Факторный доход	-1,7	-1,4	-1,1	-1,0	-0,6	-0,4	-0,2	0,0	-0,2	-0,3	1,1
Сальдо ресурсов	-1,5	0,9	1,8	1,6	2,6	4,3	5,0	3,9	4,8	4,3	3,7
<i>Для справки</i>											
Приобретение иностранных активов	3,5	5,3	6,1	7,2	9,5	11,3	14,2	11,1	10,1	9,3	9,5
Изменение резервов	1,3	1,9	5,5	7,4	5,9	6,8	10,7	8,5	6,5	5,9	5,6
Ближний Восток											
Сбережение	18,3	26,3	32,3	35,7	42,4	43,9	43,9	44,3	27,5	30,1	33,7
Инвестиции	23,7	22,6	24,2	24,0	22,7	22,9	25,6	25,4	28,1	26,9	26,3
Чистое кредитование	-5,4	3,6	8,1	11,6	19,7	21,0	18,2	18,8	-0,6	3,2	7,4
Текущие трансферты	-3,8	-2,7	-2,2	-2,0	-1,7	-1,8	-1,7	-1,4	-1,5	-1,5	-1,5
Факторный доход	2,2	2,2	0,2	0,3	1,2	2,5	2,6	1,4	1,0	1,0	3,1
Сальдо ресурсов	-3,8	4,1	10,1	13,3	20,3	20,3	17,3	18,8	-0,1	3,7	5,8
<i>Для справки</i>											
Приобретение иностранных активов	2,4	4,2	11,1	14,5	23,3	34,1	41,7	10,6	-2,6	3,7	8,8
Изменение резервов	0,0	1,3	5,0	5,5	10,3	10,4	13,9	8,4	-2,8	0,8	3,8
Западное полушарие											
Сбережение	18,6	17,9	19,8	22,0	22,0	23,2	22,5	22,0	19,6	20,0	21,2
Инвестиции	19,3	20,7	19,1	20,8	20,6	21,7	22,2	22,8	21,9	21,8	22,3
Чистое кредитование	-0,7	-2,8	0,7	1,2	1,5	1,5	0,3	-0,8	-2,3	-1,8	-1,1
Текущие трансферты	0,8	1,1	2,0	2,1	2,0	2,1	1,8	1,6	1,7	1,6	1,7
Факторный доход	-2,1	-2,8	-3,0	-3,0	-3,0	-3,2	-2,8	-2,8	-2,5	-2,4	-2,1
Сальдо ресурсов	0,6	-1,0	1,6	2,1	2,4	2,6	1,3	0,4	-1,5	-1,0	-0,8
<i>Для справки</i>											
Приобретение иностранных активов	0,1	1,8	3,3	2,7	3,0	3,0	5,8	2,1	-0,2	0,7	1,2
Изменение резервов	0,6	0,2	1,8	1,0	1,3	1,6	3,6	1,2	-1,4	-0,4	0,4
Аналитические группы											
По источникам экспортных доходов											
Топливо											
Сбережение	26,1	26,8	31,1	34,2	38,2	38,9	37,5	38,7	26,8	28,9	30,2
Инвестиции	28,1	22,5	23,3	23,4	22,3	23,0	25,6	25,5	27,6	26,3	25,9
Чистое кредитование	-2,0	4,3	7,8	10,8	15,9	16,0	12,0	13,3	-0,7	2,6	4,3
Текущие трансферты	-1,9	-1,9	-1,4	-1,2	-0,9	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9
Факторный доход	0,0	-0,9	-2,3	-2,2	-2,2	-1,8	-1,7	-2,3	-1,7	-1,8	-0,3
Сальдо ресурсов	-0,1	7,1	11,6	14,2	19,0	18,8	14,6	16,5	1,8	5,3	5,4
<i>Для справки</i>											
Приобретение иностранных активов	1,3	4,8	11,1	13,6	18,9	23,7	26,3	10,6	-3,2	3,1	6,2
Изменение резервов	-0,3	1,1	5,2	7,0	9,3	10,5	11,2	3,7	-5,2	0,0	2,4
Nonfuel											
Сбережение	23,3	24,1	27,3	28,7	29,8	31,7	33,3	34,0	35,5	35,6	37,1
Инвестиции	25,1	25,4	26,5	28,2	28,6	29,8	31,4	33,1	33,3	33,6	34,4
Чистое кредитование	-1,8	-1,3	0,8	0,6	1,2	1,9	1,9	1,0	2,2	2,0	2,7
Текущие трансферты	1,3	1,5	2,3	2,2	2,2	2,3	2,2	2,0	2,0	1,9	1,8
Факторный доход	-1,3	-1,9	-1,9	-1,9	-1,7	-1,6	-1,4	-1,2	-1,2	-1,2	-0,3
Сальдо ресурсов	-1,0	-0,9	0,4	0,3	0,6	1,3	1,2	0,1	1,4	1,2	1,1
<i>Для справки</i>											
Приобретение иностранных активов	1,5	3,3	4,5	5,2	6,4	7,5	10,0	6,4	5,2	5,5	6,3
Изменение резервов	0,7	1,3	3,5	4,2	3,9	4,2	7,0	4,8	3,2	3,3	3,6

Таблица А16 (окончание)

	Средние		2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Среднее 2011–14
	1987–94	1995–2002									
По источникам внешнего финансирования											
Страны – чистые дебиторы											
Сбережение	19,9	18,9	20,3	21,5	21,6	22,7	23,0	22,2	21,5	21,6	23,1
Инвестиции	21,8	21,4	20,9	22,6	23,2	24,4	25,5	25,9	24,7	24,6	25,8
Чистое кредитование	-1,8	-2,5	-0,6	-1,2	-1,6	-1,6	-2,5	-3,6	-3,2	-3,0	-2,7
Текущие трансферты	1,7	2,0	2,9	2,8	2,8	2,9	2,8	2,7	2,8	2,8	2,8
Факторный доход	-2,0	-2,0	-2,4	-2,6	-2,5	-2,6	-2,6	-2,6	-2,5	-2,5	-2,4
Сальдо ресурсов	-1,5	-2,5	-1,1	-1,4	-1,9	-2,0	-2,6	-3,8	-3,5	-3,3	-3,1
<i>Для справки</i>											
Приобретение иностранных активов	0,4	1,8	3,1	3,0	3,0	4,2	6,0	1,2	-1,6	-0,1	1,5
Изменение резервов	0,5	0,8	2,0	1,5	1,8	2,3	4,1	1,1	-1,3	0,1	0,9
Официальное финансирование											
Сбережение	14,4	18,5	20,2	21,8	22,8	23,9	23,0	22,1	20,4	20,3	22,5
Инвестиции	18,8	21,0	23,4	23,8	24,9	25,5	27,3	28,0	25,5	25,7	26,8
Чистое кредитование	-4,4	-2,4	-3,2	-2,0	-2,1	-1,6	-4,3	-5,9	-5,2	-5,4	-4,3
Текущие трансферты	4,6	6,1	7,5	8,2	8,7	8,9	9,5	9,0	7,8	7,3	7,4
Факторный доход	-2,7	-1,4	-2,0	-2,0	-2,2	-1,7	-1,7	-1,8	-1,6	-1,9	-1,8
Сальдо ресурсов	-6,3	-7,1	-8,6	-8,2	-8,6	-8,8	-12,0	-13,2	-11,4	-10,8	-9,9
<i>Для справки</i>											
Приобретение иностранных активов	0,6	2,5	2,2	1,9	2,3	2,1	4,9	1,0	-0,2	0,9	1,9
Изменение резервов	1,2	1,3	2,5	1,2	1,4	2,5	4,8	1,5	0,2	1,2	2,0
Страны – чистые дебиторы по состоянию обслуживания долга											
Страны, имевшие просроченную задолженность, и/или страны, которым предоставлялось реоформление долга, в период с 2003 по 2007 год											
Сбережение	16,0	14,9	19,2	19,3	20,0	21,4	20,9	19,4	18,0	18,4	19,5
Инвестиции	19,3	18,4	17,3	19,5	21,1	22,7	23,8	23,8	23,0	22,7	23,4
Чистое кредитование	-3,2	-3,5	1,9	-0,2	-1,2	-1,3	-2,9	-4,4	-4,9	-4,3	-3,9
Текущие трансферты	1,9	2,8	5,1	4,9	5,0	5,0	4,4	3,9	3,7	3,5	3,5
Факторный доход	-2,7	-3,7	-3,7	-4,2	-3,7	-3,4	-3,6	-3,6	-3,4	-3,3	-2,7
Сальдо ресурсов	-2,4	-2,7	0,5	-1,0	-2,5	-2,8	-3,7	-4,7	-5,3	-4,6	-4,7
<i>Для справки</i>											
Приобретение иностранных активов	1,1	2,3	4,4	3,0	2,3	2,9	4,9	0,8	-0,1	0,8	0,7
Изменение резервов	0,2	0,2	2,3	2,0	2,6	1,9	3,5	0,1	-0,5	0,4	0,6

Примечание. В этой таблице оценки основаны на статистике национальных счетов и платежного баланса отдельных стран. Составные показатели по страновым группам рассчитаны как сумма стоимостных показателей в долларах США по соответствующим отдельным странам. Этот подход отличается от расчетов в издании «Перспективы развития мировой экономики» за апрель 2005 года и ранее, где составные показатели взвешивались по ВВП, стоимость которого оценивалась по паритету покупательной способности (ППС) как доля общемирового ВВП. Для многих стран оценки национального сбережения составлены с использованием данных национальных счетов по валовым внутренним инвестициям и основанных на платежном балансе данных о чистых иностранных инвестициях. Последнее значение, эквивалентное сальдо счета текущих операций, включает три компонента: текущие трансферты, чистый факторный доход и сальдо ресурсов. В связи со структурой источников данных, продиктованной их доступностью, выводимые оценки национального сбережения включают статистические расхождения. Кроме того, ошибки, пропуски и асимметрия в статистике платежного баланса влияют на оценки чистого кредитования; на глобальном уровне чистое кредитование, которое теоретически должно быть равным нулю, равно расхождению в мировых счетах текущих операций. Несмотря на эти недостатки статистики, оценки движения средств, такие как представленные в этой таблице, предоставляют полезную основу для анализа динамики сбережения и инвестиций, как во времени, так и по регионам и странам.

¹Рассчитано на основе данных по отдельным странам зоны евро.

²Монголия, которая не является членом Содружества Независимых Государств, включена в эту группу в силу ее географического положения и схожих характеристик структуры экономики.

Таблица А17. Краткий обзор среднесрочного базисного сценария развития мировой экономики

	Средние за восемь лет		Среднее за четыре года 2007–10	2007	2008	2009	2010	Среднее за четыре года 2011–14
	1991–98	1999–2006						
<i>Годовое изменение в процентах, если не указано иное</i>								
Мировой реальный ВВП	2,8	3,9	2,2	5,2	3,2	-1,3	1,9	4,7
Страны с развитой экономикой	2,5	2,6	-0,1	2,7	0,9	-3,8	0,0	2,8
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	3,3	5,9	5,0	8,3	6,1	1,6	4,0	6,6
<i>Для справки</i>								
<i>Потенциальный объем производства</i>								
Основные страны с развитой экономикой	2,5	2,3	1,5	2,1	1,7	1,2	1,1	1,4
Мировая торговля, объем¹	6,7	6,8	-0,2	7,2	3,3	-11,0	0,6	6,4
<i>Импорт</i>								
Страны с развитой экономикой	6,2	6,2	-1,8	4,7	0,4	-12,1	0,4	4,9
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	7,3	9,3	3,8	14,0	10,9	-8,8	0,6	8,6
<i>Экспорт</i>								
Страны с развитой экономикой	6,5	5,7	-1,6	6,1	1,8	-13,5	0,5	5,8
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	8,3	9,1	2,4	9,5	6,0	-6,4	1,2	7,8
<i>Условия торговли</i>								
Страны с развитой экономикой	0,2	-0,4	-0,1	0,4	-2,0	1,5	-0,2	-0,2
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	-1,5	2,8	-0,1	1,2	4,4	-8,0	2,3	0,1
Мировые цены в долларах США								
Продукция обрабатывающей промышленности	-0,6	2,5	2,5	8,8	9,6	-8,9	1,7	2,3
Нефть	-6,8	22,0	-0,7	10,7	36,4	-46,4	20,2	4,6
Первичные биржевые товары, кроме топлива	-1,5	5,0	-2,0	14,1	7,5	-27,9	4,4	2,7
Потребительские цены								
Страны с развитой экономикой	3,0	2,0	1,4	2,2	3,4	-0,2	0,3	1,5
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	54,5	7,4	6,5	6,4	9,3	5,7	4,7	4,3
Процентные ставки (в процентах)								
Реальная шестимесячная ЛИБОР ²	3,1	1,3	1,3	2,6	0,9	0,5	1,0	3,1
Мировая реальная долгосрочная процентная ставка ³	3,8	2,3	1,8	2,0	0,4	2,6	2,3	3,0
<i>В процентах ВВП</i>								
Сальдо счета текущих операций								
Страны с развитой экономикой	0,1	-0,9	-1,0	-1,0	-1,1	-1,0	-1,0	-0,7
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	-1,8	2,1	2,9	4,1	3,8	1,6	2,1	3,0
Общая сумма внешнего долга								
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	35,9	34,1	25,8	27,0	24,1	26,4	25,7	23,6
Обслуживание долга								
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	4,9	6,3	4,9	5,2	4,8	5,0	4,5	4,4

¹Данные относятся к торговле товарами и услугами.²Ставка предложения на Лондонском межбанковском рынке по депозитам в долларах США минус процентное изменение дефлятора ВВП США.³Взвешенное по ВВП среднее значение ставок по 10-летним (или с наиболее близким сроком погашения) государственным облигациям для Соединенных Штатов, Японии, Германии, Франции, Италии, Соединенного Королевства и Канады.

«ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ» ОТДЕЛЬНЫЕ ТЕМЫ

Архивы «Перспектив развития мировой экономики»

World Economic Outlook: Asset Prices and the Business Cycle	May 2000
World Economic Outlook: Focus on Transition Economies	October 2000
World Economic Outlook: Fiscal Policy and Macroeconomic Stability	May 2001
World Economic Outlook: The Information Technology Revolution	October 2001
World Economic Outlook: The Global Economy After September 11	December 2001
World Economic Outlook: Recessions and Recoveries	April 2002
World Economic Outlook: Trade and Finance	September 2002
World Economic Outlook: Growth and Institutions	April 2003
World Economic Outlook: Public Debt in Emerging Markets	September 2003
World Economic Outlook: Advancing Structural Reforms	April 2004
World Economic Outlook: The Global Demographic Transition	September 2004
World Economic Outlook: Globalization and External Balances	April 2005
«Перспективы развития мировой экономики: институциональное строительство»	Сентябрь 2005 года
«Перспективы развития мировой экономики: глобализация и инфляция»	Апрель 2006 года
«Перспективы развития мировой экономики: финансовые системы и экономические циклы»	Сентябрь 2006 года
«Перспективы развития мировой экономики: вторичные эффекты и циклы в мировой экономике»	Апрель 2007 года
«Перспективы развития мировой экономики: глобализация и неравенство»	Октябрь 2007 года
«Перспективы развития мировой экономики: жилье и экономический цикл»	Апрель 2008 года
«Перспективы развития мировой экономики: финансовый стресс, экономические спады и подъемы»	Октябрь 2008 года

I. Методология — агрегирование, моделирование и прогнозирование

The Global Economy Model	April 2003, Box 4.3
How Should We Measure Global Growth?	September 2003, Box 1.2
Measuring Foreign Reserves	September 2003, Box 2.2
The Effects of Tax Cuts in a Global Fiscal Model	April 2004, Box 2.2
Насколько точны прогнозы «Перспектив развития мировой экономики»?	Апрель 2006 года, вставка 1.3
Проведение границы между личными и корпоративными сбережениями	Апрель 2006 года, вставка 4.1
Измерение неравенства: концептуальные и методологические вопросы и проблемы измерения	Октябрь 2007 года, вставка 4.1
Новые индексы экономического цикла для Латинской Америки. Моделирование оценок за прошлые периоды	Октябрь 2007 года, вставка 5.3
Значение новых оценок на основе ППС для измерения глобального роста	Апрель 2008 года, приложение 1.1
Измерение разрывов между потенциальным и фактическим объемом производства	Октябрь 2008 года, вставка 1.3
Оценка рисков для перспектив глобальной экономики и представление информации о них	Октябрь 2008 года, приложение 1.1
Веерный график глобального экономического роста	Апрель 2009 года, приложение 1.2

II. Исторические обзоры

A Historical Perspective on Booms, Busts, and Recessions	April 2003, Box 2.1
Institutional Development: The Influence of History and Geography	April 2003, Box 3.1
External Imbalances Then and Now	April 2005, Box 3.1
Долгосрочные процентные ставки в исторической перспективе	Апрель 2006 года, вставка 1.1
Рециклирование нефтедолларов в 1970-е годы	Апрель 2006 года, вставка 2.2
Исторический аспект (экономического) роста и счета текущих операций	Октябрь 2008 года, вставка 6.3

III. Экономический рост — источники и тенденции

Growth and Institutions	April 2003, Chapter 3
Is the New Economy Dead?	April 2003, Box 1.2
Have External Anchors Accelerated Institutional Reform in Practice?	April 2003, Box 3.2
Institutional Development: The Role of the IMF	April 2003, Box 3.4
How Would War in Iraq Affect the Global Economy?	April 2003, Appendix 1.2
How Can Economic Growth in the Middle East and North Africa Region Be Accelerated?	September 2003, Chapter 2
Recent Changes in Monetary and Financial Conditions in the Major Currency Areas	September 2003, Box 1.1
Accounting for Growth in the Middle East and North Africa	September 2003, Box 2.1
Managing Increasing Aid Flows to Developing Countries	September 2003, Box 1.3
Fostering Structural Reforms in Industrial Countries	April 2004, Chapter 3
How Will Demographic Change Affect the Global Economy?	September 2004, Chapter 3
HIV/AIDS: Demographic, Economic, and Fiscal Consequences	September 2004, Box 3.3
Implications of Demographic Change for Health Care Systems	September 2004, Box 3.4
Workers' Remittances and Economic Development	April 2005, Chapter 2
Output Volatility in Emerging Market and Developing Countries	April 2005, Chapter 2
How Does Macroeconomic Instability Stifle Sub-Saharan African Growth?	April 2005, Box 1.5
How Should Middle Eastern and Central Asian Oil Exporters Use Their Oil Revenues?	April 2005, Box 1.6
Why Is Volatility Harmful?	April 2005, Box 2.3
Институциональное строительство	Сентябрь 2005 года, глава 3
Прибыль на инвестированный капитал в промышленно развитых и развивающихся странах	Сентябрь 2005 года, вставка 2.2
Использование конкретных механизмов для сокращения коррупции	Сентябрь 2005 года, вставка 3.2
Изучение воздействия односторонних трансфертов на институты	Сентябрь 2005 года, вставка 3.3
Влияние недавних корректировок на рынке жилья в промышленно развитых странах	Апрель 2006 года, вставка 1.2
Изобилие денежных средств: почему корпоративные сбережения столь высоки?	Апрель 2006 года, глава 4
Глобальные последствия пандемии птичьего гриппа	Апрель 2006 года, приложение 1.2
Страны Азии на подъеме: характерные особенности экономического развития и роста	Сентябрь 2006 года, глава 3
Рост производственного потенциала и производительности в Японии	Сентябрь 2006 года, вставка 3.1
Эволюция и влияние качества корпоративного управления в странах Азии	Сентябрь 2006 года, вставка 3.2
Экономическая «расстыковка»? Вторичные эффекты и циклы в мировой экономике	Апрель 2007 года, глава 4

Вторичные эффекты и синхронизация международных циклов деловой активности: более общий взгляд на проблему	Апрель 2007 года, вставка 4.3
Какие риски для глобального роста создают рынки жилья?	Октябрь 2007 года, вставка 2.1
Изменение климата. Экономическое воздействие и ответные меры политики	Октябрь 2007 года, приложение 1.2
Дискуссия относительно коэффициентов дисконтирования	Октябрь 2007 года, вставка 1.7
Налоги или количественные ограничения в условиях неопределенности (Weitzman, 1974)	Октябрь 2007 года, вставка 1.8
Опыт торговли выбросами в Европейском союзе	Октябрь 2007 года, вставка 1.9
Меняющаяся динамика глобального экономического цикла	Октябрь 2007 года, глава 5
Основные страны и колебания глобальных темпов роста	Октябрь 2007 года, вставка 5.1
Улучшение макроэкономических результатов счастливая случайность или надлежащая политика?	Октябрь 2007 года, вставка 5.2
Глобальные циклы деловой активности	Апрель 2009 года, вставка 1.1
Насколько текущий кризис похож на Великую депрессию?	Апрель 2009 года, вставка 3.2
Является ли кредит жизненно важным элементом для подъема? Выводы из данных на уровне отраслей	Апрель 2009 года, вставка 3.2
От спада к подъему — насколько быстро и динамично?	Апрель 2009 года, глава 3

IV. Инфляция и дефляция; рынки биржевых товаров

Could Deflation Become a Global Problem?	April 2003, Box 1.1
Housing Markets in Industrial Countries	April 2004, Box 1.2
Is Global Inflation Coming Back?	September 2004, Box 1.1
What Explains the Recent Run-Up in House Prices?	September 2004, Box 2.1
Will the Oil Market Continue to Be Tight?	April 2005, Chapter 4
Should Countries Worry About Oil Price Fluctuations?	April 2005, Box 4.1
Data Quality in the Oil Market	April 2005, Box 4.2
Долгосрочные инфляционные ожидания и доверие	Сентябрь 2005 года, вставка 4.2
Бум цен на нетопливные биржевые товары: как долго он может продлиться?	Сентябрь 2006 года, глава 5
Резкие изменения цен на биржевые товары, экономический рост и финансирование в странах Африки к югу от Сахары	Сентябрь 2006 года, вставка 2.2
Международные и национальные нефтяные компании в меняющихся условиях нефтяной отрасли	Сентябрь 2006 года, вставка 1.4
Способствовали ли спекулятивные операции росту цен на биржевые товары?	Сентябрь 2006 года, вставка 5.1
Либерализация торговли сельскохозяйственной продукцией и цены на биржевые товары	Сентябрь 2006 года, вставка 5.2
Последние изменения на рынках биржевых товаров	Сентябрь 2006 года, приложение 1.1
Кто страдает от резкого повышения цен на продукты питания?	Октябрь 2007 года, вставка 1.1
Ограничения перерабатывающих мощностей	Октябрь 2007 года, вставка 1.5
Меры по наиболее эффективному использованию биотоплива	Октябрь 2007 года, вставка 1.6
Тенденции и перспективы на рынке биржевых товаров	Апрель 2008 года, приложение 1.2
Снижение курса доллара и цены на биржевые товары	Апрель 2008 года, вставка 1.4
Почему предложение нефти не отреагировало на повышение цен?	Апрель 2008 года, вставка 1.5
Эталоны цен на нефть	Апрель 2008 года, вставка 1.6

ОТДЕЛЬНЫЕ ТЕМЫ

Глобализация, цены на биржевые товары и развивающиеся страны	Апрель 2008 года, глава 5
Текущий бум цен на биржевые товары с учетом перспектив	Апрель 2008 года, вставка 5.2
Возвращение инфляции? Цены на биржевые товары и инфляция	Октябрь 2008 года, глава 3
Оказывают ли финансовые инвестиции влияние на поведение цен на биржевые товары?	Октябрь 2008 года, вставка 3.1
Ответные меры налогово-бюджетной политики на недавнее повышение цен на биржевые товары: оценка	Октябрь 2008 года, вставка 3.2
Режимы денежно-кредитной политики и цены на биржевые товары	Октябрь 2008 года, вставка 3.3
Оценка рисков дефляции в странах Группы трех	Апрель 2009 года, вставка 1.3
Поднимутся ли вновь цены на биржевые товары, когда начнется оживление глобальной экономики?	Апрель 2009 года, вставка 1.5
Изменения и перспективы на рынках биржевых товаров	Апрель 2009 года, приложение 1.1

V. Налогово-бюджетная политика

Data on Public Debt in Emerging Market Economies	September 2003, Box 3.1
Fiscal Risk: Contingent Liabilities and Demographics	September 2003, Box 3.2
Assessing Fiscal Sustainability Under Uncertainty	September 2003, Box 3.3
The Case for Growth-Indexed Bonds	September 2003, Box 3.4
Public Debt in Emerging Markets: Is It Too High?	September 2003, Chapter 3
Has Fiscal Behavior Changed Under the European Economic and Monetary Union?	September 2004, Chapter 2
Bringing Small Entrepreneurs into the Formal Economy	September 2004, Box 1.5
HIV/AIDS: Demographic, Economic, and Fiscal Consequences	September 2004, Box 3.3
Implications of Demographic Change for Health Care Systems	September 2004, Box 3.4
Impact of Aging on Public Pension Plans	September 2004, Box 3.5
How Should Middle Eastern and Central Asian Oil Exporters Use Their Oil Revenues?	April 2005, Box 1.6
Financial Globalization and the Conduct of Macroeconomic Policies	April 2005, Box 3.3
Остается ли государственный долг стран с формирующимся рынком по-прежнему чрезмерно высоким?	Сентябрь 2005 года, вставка 1.1
Улучшение бюджетных показателей в странах с формирующимся рынком — циклическое или структурное явление?	Сентябрь 2006 года, вставка 2.1
В каких случаях может оказаться эффективным фискальный стимул?	Апрель 2008 года, вставка 2.1
Налогово-бюджетная политика как антициклический инструмент	Октябрь 2008 года, глава 5
Различия в размере автоматических стабилизаторов и их взаимодействие с дискреционной налогово-бюджетной политикой	Октябрь 2008 года, вставка 5.1
Почему так трудно определить воздействие бюджетного стимула?	Октябрь 2008 года, вставка 5.2
Были ли снижения налогов в США своевременными, временными и адресными?	Октябрь 2008 года, вставка 5.3

VI. Денежно-кредитная политика; финансовые рынки; движение средств

When Bubbles Burst	April 2003, Chapter 2
How Do Balance Sheet Vulnerabilities Affect Investment?	April 2003, Box 2.3
Identifying Asset Price Booms and Busts	April 2003, Appendix 2.1

Are Foreign Exchange Reserves in Asia Too High? Reserves and Short-Term Debt	September 2003, Chapter 2 September 2003, Box 2.3
Are Credit Booms in Emerging Markets a Concern?	April 2004, Chapter 4
How Do U.S. Interest and Exchange Rates Affect Emerging Markets' Balance Sheets?	April 2004, Box 2.1
Does Financial Sector Development Help Economic Growth and Welfare?	April 2004, Box 4.1
Adjustable- or Fixed-Rate Mortgages: What Influences a Country's Choices?	September 2004, Box 2.2
What Are the Risks from Low U.S. Long-Term Interest Rates?	April 2005, Box 1.2
Regulating Remittances	April 2005, Box 2.2
Financial Globalization and the Conduct of Macroeconomic Policies	April 2005, Box 3.3
Monetary Policy in a Globalized World	April 2005, Box 3.4
Результативность таргетирования инфляции в странах с формирующимся рынком	Сентябрь 2005 года, глава 4
Более пристальный взгляд на альтернативы таргетированию инфляции: целевые показатели денежной массы и обменного курса	Сентябрь 2005 года, вставка 4.1
Как глобализация сказывается на инфляции?	Апрель 2006 года, глава 3
Влияние нефтедолларов на доходность по облигациям США и стран с формирующимся рынком	Апрель 2006 года, вставка 2.3
Глобализация и инфляция в странах с формирующимся рынком	Апрель 2006 года, вставка 3.1
Глобализация и низкая инфляция в исторической перспективе	Апрель 2006 года, вставка 3.2
Передача воздействия валютного курса на импортные цены	Апрель 2006 года, вставка 3.3
Тенденции изменения прибыли и сбережений финансового сектора	Апрель 2006 года, вставка 4.2
Как финансовые системы влияют на экономические циклы?	Сентябрь 2006 года, глава 4
Финансовый леверидж и долговая инфляция	Сентябрь 2006 года, вставка 4.1
Финансовые связи и вторичные эффекты	Апрель 2007 года, вставка 4.1
Макроэкономическая ситуация в промышленно развитых странах и финансовые потоки в страны с формирующимся рынком	Апрель 2007 года, вставка 4.2
Что такое глобальная ликвидность?	Октябрь 2007 года, вставка 1.4
Макроэкономические последствия недавних потрясений на финансовых рынках. Закономерности предыдущих эпизодов	Октябрь 2007 года, вставка 1.2
Меняющийся цикл рынка жилья и его последствия для денежно-кредитной политики	Апрель 2008 года, глава 3
Оценка уязвимости в отношении корректировок на жилищном рынке	Апрель 2008 года, вставка 3.1
Началось ли сокращение кредита?	Апрель 2008 года, вставка 1.1
Финансовый стресс и экономические спады	Октябрь 2008 года, глава 4
Меры политики по преодолению стресса финансовой системы и восстановлению финансового посредничества на прочной основе	Октябрь 2008 года, вставка 4.1
Последняя вспышка финансовой напряженности и ее возможное воздействие на глобальные перспективы	Октябрь 2008 года, вставка 1.1
Цены на жилье: корректировки и последствия	Октябрь 2008 года, вставка 1.2
Насколько уязвимы нефинансовые фирмы?	Апрель 2009 года, вставка 1.2
Исчезновение богатства домашних хозяйств	Апрель 2009 года, вставка 2.1
Влияние иностранного участия в банковском секторе во время кризисов, возникших по внутренним причинам	Апрель 2009 года, вставка 4.1
Индекс финансового стресса для стран с формирующимся рынком	Апрель 2009 года, приложение 4.1
Финансовый стресс в странах с формирующимся рынком — эконометрический анализ	Апрель 2009 года, приложение 4.2
Как финансовые связи подпитывают пламя	Апрель 2009 года, глава 4

VII. Рынки труда, бедность и неравенство

Unemployment and Labor Market Institutions: Why Reforms Pay Off	April 2003, Chapter 4
Regional Disparities in Unemployment	April 2003, Box 4.1
Labor Market Reforms in the European Union	April 2003, Box 4.2
Глобализация рынка труда	Апрель 2007 года, глава 5
Эмиграция и внешняя торговля: каковы их последствия для развивающихся стран?	Апрель 2007 года, вставка 5.1
Реформы рынка труда в зоне евро и компромисс между заработной платой и занятостью	Октябрь 2007 года, вставка 2.2
Глобализация и неравенство	Октябрь 2007 года, глава 4

VIII. Вопросы, связанные с валютными курсами

The Pros and Cons of Dollarization	May 2000, Box 1.4
Why Is the Euro So Undervalued?	October 2000, Box 1.1
Convergence and Real Exchange Rate Appreciation in the EU Accession Countries	October 2000, Box 4.4
What Is Driving the Weakness of the Euro and the Strength of the Dollar?	May 2001, Chapter 2
The Weakness of the Australian and New Zealand Currencies	May 2001, Box 2.1
How Did the September 11 Attacks Affect Exchange Rate Expectations?	December 2001, Box 2.4
Market Expectations of Exchange Rate Movements	September 2002, Box 1.2
Are Foreign Exchange Reserves in Asia Too High?	September 2003, Chapter 2
How Concerned Should Developing Countries Be About G-3 Exchange Rate Volatility?	September 2003, Chapter 2
Reserves and Short-Term Debt	September 2003, Box 2.3
The Effects of a Falling Dollar	April 2004, Box 1.1
Learning to Float: The Experience of Emerging Market Countries Since the Early 1990s	September 2004, Chapter 2
How Did Chile, India, and Brazil Learn to Float?	September 2004, Box 2.3
Foreign Exchange Market Development and Intervention	September 2004, Box 2.4
Как внешние шоки могут повлиять на страны формирующимся рынком	Сентябрь 2006 года, вставка 1.3
Обменные курсы и регулирование внешних дисбалансов	Апрель 2007 года, глава 3
Степень влияния обменных курсов на внешнеторговые цены и внешняя корректировка	Апрель 2007 года, вставка 3.3
Снижение курса доллара США: причины и следствия	Апрель 2008 года, вставка 1.2

IX. Внешние платежи, торговля, движение капитала и внешний долг

Risks to the Multilateral Trading System	April 2004, Box 1.3
Is the Doha Round Back on Track?	September 2004, Box 1.3
Regional Trade Agreements and Integration: The Experience with NAFTA	September 2004, Box 1.4
Trade and Financial Integration in Europe: Five Years After the Euro's Introduction	September 2004, Box 2.5
Globalization and External Imbalances	April 2005, Chapter 3
The Ending of Global Textile Trade Quotas	April 2005, Box 1.3
What Progress Has Been Made in Implementing Policies to Reduce Global Imbalances?	April 2005, Box 1.4

Measuring a Country's Net External Position	April 2005, Box 3.2
Глобальные дисбалансы. Анализ с точки зрения сбережений и инвестиций	Сентябрь 2005 года, глава 2
Влияние демографических изменений на сбережения, инвестиции и сальдо счетов текущих операций	Сентябрь 2005 года, вставка 2.3
Как будет происходить корректировка глобальных дисбалансов?	Сентябрь 2005 года, приложение 1.2
Цены на нефть и глобальные дисбалансы	Апрель 2006 года, глава 2
Каковы успехи в урегулировании глобальных дисбалансов?	Апрель 2006 года, вставка 1.4
Дохский раунд после совещания в САР Гонконг	Апрель 2006 года, вставка 1.5
Потоки капитала в страны с формирующимся рынком — долгосрочная перспектива	Сентябрь 2006 года, вставка 1.1
Как будет происходить корректировка глобальных дисбалансов?	Сентябрь 2006 года, вставка 2.1
Внешняя устойчивость и финансовая интеграция	Апрель 2007 года, вставка 3.1
Крупные и стойкие дисбалансы счета текущих операций	Апрель 2007 года, вставка 3.2
Многосторонние консультации по глобальным дисбалансам	Октябрь 2007 года, вставка 1.3
Преодоление макроэкономических последствий крупных и изменчивых потоков помощи	Октябрь 2007 года, вставка 2.3
Как справиться с крупным притоком капитала	Октябрь 2007 года, глава 3
Можно ли достичь результатов с помощью мер контроля за операциями с капиталом?	Октябрь 2007 года, вставка 3.1
Многосторонние консультации по глобальным дисбалансам: отчет о проделанной работе	Апрель 2008 года, вставка 1.3
Как глобализация торговли и финансов воздействует на экономический рост? Теория и фактические данные	Апрель 2008 года, вставка 5.1
Различия в состоянии счетов текущих операций между разными странами с формирующимся рынком	Октябрь 2008 года, глава 6
Детерминанты счета текущих операций для стран-экспортеров нефти	Октябрь 2008 года, вставка 6.1
Суверенные фонды накопления богатства: влияние на мировые финансовые рынки	Октябрь 2008 года, вставка 6.2
Глобальные дисбалансы и финансовый кризис	Апрель 2009 года, вставка 1.4

X. Региональные вопросы

Promoting Stronger Institutions and Growth: The New Partnership for Africa's Development	April 2003, Box 3.3
How Can Economic Growth in the Middle East and North Africa Region Be Accelerated?	September 2003, Chapter 2
Gulf Cooperation Council: Challenges on the Road to a Monetary Union	September 2003, Box 1.5
Accounting for Growth in the Middle East and North Africa	September 2003, Box 2.1
Is Emerging Asia Becoming an Engine of World Growth?	April 2004, Box 1.4
What Works in Africa	April 2004, Box 1.5
Economic Integration and Structural Reforms: The European Experience	April 2004, Box 3.4
What Are the Risks of Slower Growth in China?	September 2004, Box 1.2
Governance Challenges and Progress in Sub-Saharan Africa	September 2004, Box 1.6
The Indian Ocean Tsunami: Impact on South Asian Economies	April 2005, Box 1.1
Workers' Remittances and Emigration in the Caribbean	April 2005, Box 2.1
Чем объясняются расхождения экономических показателей стран зоны евро?	Сентябрь 2005 года, вставка 1.3
Усиление давления на африканские страны-производители хлопка	Сентябрь 2005 года, вставка 1.5

ОТДЕЛЬНЫЕ ТЕМЫ

Не слишком ли низок уровень инвестиций в азиатских странах с формирующимся рынком?	Сентябрь 2005 года, вставка 2.4
Развитие институтов с учетом местных условий. Пример преобразования прав собственности в Китае по сравнению с Центральной и Восточной Европой	Сентябрь 2005 года, вставка 3.1
Насколько быстро страны-экспортеры нефти тратят свои растущие доходы?	Апрель 2006 года, вставка 2.1
ЭВС: десять лет спустя	Октябрь 2008 года, вставка 2.1
Факторы уязвимости в странах с формирующимся рынком	Апрель 2009 года, вставка 2.2

XI. Анализ по отдельным странам

How Important Are Banking Weaknesses in Explaining Germany's Stagnation?	April 2003, Box 1.3
Are Corporate Financial Conditions Related to the Severity of Recessions in the United States?	April 2003, Box 2.2
Rebuilding Post-Conflict Iraq	September 2003, Box 1.4
How Will the U.S. Budget Deficit Affect the Rest of the World?	April 2004, Chapter 2
China's Emergence and Its Impact on the Global Economy	April 2004, Chapter 2
Can China Sustain Its Rapid Output Growth?	April 2004, Box 2.3
Quantifying the International Impact of China's WTO Accession	April 2004, Box 2.4
Structural Reforms and Economic Growth: New Zealand's Experience	April 2004, Box 3.1
Structural Reforms in the United Kingdom During the 1980s	April 2004, Box 3.2
The Netherlands: How the Interaction of Labor Market Reforms and Tax Cuts Led to Strong Employment Growth	April 2004, Box 3.3
Почему сальдо счета международных доходов США все еще остается положительным, и сохранится ли эта ситуация в будущем?	Сентябрь 2005 года, вставка 1.2
Становится ли Индия движущей силой глобального экономического роста?	Сентябрь 2005 года, вставка 1.4
Сбережения и инвестиции в Китае	Сентябрь 2005 года, вставка 2.1
Пересмотр показателей ВВП Китая: что он означает для Китая и глобальной экономики?	Апрель 2006 года, вставка 1.6
Что показывают исследования воздействия глобализации на неравенство по конкретным странам? Примеры Мексики, Китая и Индии	Октябрь 2007 года, вставка 4.2

XII. Специальные вопросы

Изменение климата и глобальная экономика	Апрель 2008 года, глава 4
Увеличение парка личного автотранспорта в странах с формирующимся рынком — последствия для изменения климата	Апрель 2008 года, вставка 4.1
Южная Азия — пример воздействия резкого климатического шока	Апрель 2008 года, вставка 4.2
Макроэкономическая политика более плавной стабилизации при резких климатических шоках	Апрель 2008 года, вставка 4.3
Страхование катастроф и облигации на катастрофы — новые инструменты для хеджирования экстремальных погодных рисков	Апрель 2008 года, вставка 4.4
Последние инициативы в рамках политики сокращения выбросов	Апрель 2008 года, вставка 4.5
Сложности разработки внутренней политики смягчения воздействия	Апрель 2008 года, вставка 4.6