

ТЕЗИСЫ ДЛЯ ПРЕССЫ ПО ГЛАВЕ 4
ПРИНИМАЮЩАЯ СТОРОНА? ВНЕШНИЕ УСЛОВИЯ И ЭКОНОМИЧЕСКИЙ РОСТ
В СТРАНАХ С ФОРМИРУЮЩИМСЯ РЫНКОМ ДО, ВО ВРЕМЯ И ПОСЛЕ
ГЛОБАЛЬНОГО ФИНАНСОВОГО КРИЗИСА

Перспективы развития мировой экономики, апрель 2014 года

**Подготовили: Азил Алмансур, Акиб Аслам, Джон Блудорн и Рупа Дуттагупта
(руководитель группы); им оказывали помощь Гавин Асдорян и Шан Чен**

Основные положения

Страны с формирующимся рынком в настоящее время сталкиваются с внешними условиями, которые менее благоприятны для роста, чем в докризисный период. Кроме того, внутренние факторы в последние годы также снижают темпы роста во многих странах. Директивным органам необходимо лучше понять эти внутренние факторы, чтобы обеспечить устойчивость роста независимо от внешней ситуации.

Различия в темпах роста в странах с формирующимся рынком почти наполовину объясняются внешними факторами (внешним спросом, условиями внешнего финансирования и условиями торговли).

- Повышение темпов роста в США на 1 процентный пункт сразу повышает темпы роста в странах с формирующимся рынком (СФР) на 0,3 процентного пункта. Совокупный эффект остается положительным дольше двух лет, несмотря на сопутствующее повышение ставок в США.
- Повышение доходности суверенных облигаций СФР (по индексу EMBI) на 100 базисных пунктов снижает их темпы экономического роста на $\frac{1}{4}$ процентного пункта.
- В группе СФР повышение темпов роста в Китае на 1 процентный пункт сразу повышает темпы роста в других СФР на 0,1 процентного пункта. Этот положительный эффект увеличивается со временем по мере дальнейшего улучшения условий торговли СФР.

Внешние факторы объясняли не менее половины циклических колебаний темпов роста в СФР за последние 15 лет, но с различиями во времени и между странами.

- Эти факторы были главной причиной снижения темпов роста в СФР в начале 2000-х годов и в 2008–2009 годах вследствие сдерживающего воздействия сокращения внешнего спроса во время двух рецессий в странах с развитой экономикой.
- Значительное оживление роста в СФР в 2006–2007 годах, напротив, в большей степени определялось внутренними факторами, хотя внешние факторы также сыграли положительную роль ввиду высоких цен на биржевые товары и низкой доходности по EMBI.
- В последние два года внутренние факторы в некоторых СФР устойчиво удерживают темпы роста ниже уровня, которого можно было ожидать с учетом текущих внешних условий.

В отличие от благоприятных внешних условий в докризисный период, в следующие несколько лет СФР придется иметь дело с условиями, менее способствующими экономическому росту.

- С одной стороны, росту в СФР будут способствовать более высокие темпы роста в странах с развитой экономикой.
- С другой стороны, ожидаемое замедление роста в Китае и некоторое ужесточение условий внешнего финансирования будут сдерживать рост в СФР.

Почти половина различий в темпах роста в странах с формирующимся рынком (СФР) объясняется внешними факторами, в том числе темпами роста в странах с развитой экономикой (СРЭ), условиями внешнего финансирования, индикатором которых является доходность суверенных облигаций СФР (EMBI), и условиями торговли СФР. Однако не все СФР одинаковы, и внешние факторы играют меньшую роль в относительно крупных или менее открытых странах, таких как Китай и Индия. Более того, за последние 15 лет рост в Китае стал значительным фактором роста в других СФР.

Росту в СФР способствует ускорение роста СРЭ, несмотря на сопутствующее повышение мировых процентных ставок. Повышение темпов роста в США на 1 процентный пункт сразу приводит к ускорению роста в СФР на 0,3 процентного пункта. Совокупный эффект остается положительным даже по прошествии двух лет. Повышение темпов роста в США приводит к повышению доходности по 10-летним казначейским облигациям США на 25 базисных пунктов через один год и на 65 базисных пунктов через два года.

Ужесточение условий внешнего финансирования, не связанное с подъемом в СРЭ, негативно сказывается на росте в СФР. Повышение доходности по составному индексу EMBI на 100 базисных пунктов сразу снижает темпы роста в СФР на $\frac{1}{4}$ процентного пункта. Отрицательные последствия сохраняются дольше одного – двух лет. Повышение премии за риск по корпоративным облигациям США также имеет негативные последствия для роста в СФР.

В группе СФР рост в Китае стимулирует рост в других СФР. Повышение темпов на 1 процентный пункт в Китае сразу ускоряет рост в других СФР на 0,1 процентного пункта. Этот эффект возрастает с течением времени, по мере улучшения условий торговли для СФР.

Улучшение условий торговли СФР, не связанное с внешним спросом, оказывает небольшое положительное влияние на рост в СФР, которое продолжается примерно год. Это относительно ограниченное воздействие связано с тем, что эти изменения условий торговли могут быть обусловлены шоками предложения.

За последние 15 лет внешние условия нередко вызывали циклические колебания темпов роста в СФР, хотя имелись различия во времени и между странами.

- Как показано на рис. 1, в период с 1998 по 2013 год внешние факторы часто в большей степени, чем внутренние факторы определяли отклонения темпов роста в СФР от расчетных средних уровней. В частности, резкое снижение темпов роста в СФР во время мирового финансового кризиса и в период рецессии в СРЭ в начале 2000-х годов в основном объяснялось внешними факторами.
- Повышение темпов роста в СФР перед Великой рецессией, напротив, было обусловлено преимущественно внутренними факторами, хотя внешние условия также сыграли в этом положительную роль. Действительно, большинство внешних факторов, вероятно, способствовало повышению темпов роста в СФР в середине

2000-х годов ввиду достаточно уверенного роста в СРЭ, благоприятных условий торговли и либеральных условий финансирования для СФР.

- Рост в Китае также в значительной степени влияет на рост в других СФР. Значительное оживление роста в Китае под действием мер стимулирования во время Великой рецессии смягчило негативные последствия для роста в других СФР. В последнее время, с замедлением роста в Китае, ситуация сменилась на противоположную.

В дальнейшем СФР могут столкнуться с условиями, менее благоприятными для роста.

- В отличие от периода, предшествовавшего мировому финансовому кризису, в будущем не все внешние факторы будут способствовать росту в СФР. Следует ожидать активизации роста в СРЭ, однако условия внешнего финансирования и условия торговли для СФР будут менее благоприятными. Кроме того, Китай перейдет к более устойчивому росту, но с более низкими темпами, что будет временным сдерживающим фактором для роста в других СФР.
- Помимо этого, во многих основных СФР, кроме Китая, внутренние факторы приводят к темпам роста ниже уровня, которого можно было бы ожидать с учетом текущих внешних условий (рис. 2). Устойчивый характер этих факторов позволяет предположить, что они, вероятно, скажутся и на трендовых темпах роста.

Директивные органы должны углубленно проанализировать эти внутренние факторы и определить, можно ли что-то предпринять (и если да, то что) для оживления роста без создания макроэкономических дисбалансов.

!

**Рисунок 1. Ретроспективное разложение роста реального ВВП, в котором Китай является прямым внешним фактором
(В процентных пунктах)**

Китай является важным фактором, компенсирующим воздействие других внешних факторов на изменения темпов роста в странах с формирующимся рынком. Во время мирового финансового кризиса рост в Китае служил буфером, поддерживавшим темпы роста в странах с формирующимся рынком. Однако замедление в последнее время роста в Китае привело к снижению темпов роста в странах с формирующимся рынком.



Источники: Haver Analytics, Thomson Reuters Datastream и расчеты персонала МВФ.

Примечание. См. подробную информацию на рис. 4.8 в главе 4 апрельского выпуска ПРМЭ 2014 года.

¹Средние показатели по всем странам в выборке кроме Аргентины, Венесуэлы, Китая и России.

Рисунок 2. Прогнозы роста вне выборки зависят от внешних факторов (В процентах)

Во многих из основных стран с формирующимся рынком внутренние факторы приводят к снижению темпов роста в последний период ниже уровня, которого можно было ожидать с учетом текущих внешних условий. Устойчивый характер этих факторов позволяет предположить, что это также скажется на трендовых темпах роста.



Источники: Haver Analytics, Thomson Reuters Datastream и расчеты персонала МВФ.

Примечание. Средние обусловленные прогнозы роста по двум альтернативным спецификациям всех стран с формирующимся рынком в выборке кроме Аргентины, Венесуэлы и России. См. подробную информацию на рис. 4.12 в главе 4 апрельского выпуска ПРМЭ 2014 года.

ТЕЗИСЫ ДЛЯ ПРЕССЫ ПО ГЛАВЕ 3
ПЕРСПЕКТИВЫ РЕАЛЬНЫХ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК
Перспективы развития мировой экономики, апрель 2014 года

Подготовили Дэвид Фурчери и Андреа Пескатори (руководитель группы)

Основные положения

- В среднесрочной перспективе во всем мире ожидается повышение реальных процентных ставок по мере нормализации мировой экономической конъюнктуры, что прекратит их снижение до уровня ниже нуля после глобального финансового кризиса.
- Но реальные ставки вряд ли вернутся к высоким уровням. Ожидается их умеренное повышение по сравнению с текущими уровнями, поскольку маловероятно коренное изменение факторов, в основном способствовавших снижению реальных процентных ставок в течение последних нескольких лет.
 - *Изменения в сбережениях.* Ожидается, что значительное повышение нормы сбережений в странах с формирующимся рынком с 2000 по 2007 год будет только частично повернуто вспять, означая лишь умеренное повышение реальных ставок.
 - *Изменения в структуре портфелей.* Рост спроса на «безопасные» активы с 2000-х годов, который в основном отражает повышение риска, связанного с капиталом по сравнению с облигациями, и увеличение валового накопления резервов странами с формирующимся рынком вряд ли будут повернуты вспять без серьезного неожиданного изменения экономической политики.
 - *Изменения в инвестициях.* Снижение нормы инвестиций в странах с развитой экономикой вследствие глобального финансового кризиса, вероятно, окажется устойчивым.
- Сохранение низких реальных ставок поможет заемщикам снизить коэффициенты задолженности, но оно также ставит новые задачи перед экономической политикой. При действующей основе денежно-кредитной политики предполагаемые условия низких реальных процентных ставок означают, что может вновь возникнуть ограничение денежно-кредитной политики в виде нижнего нулевого предела процентных ставок, если риски крайне низких темпов роста в странах с развитой экономикой станут реальностью.

Реальные процентные ставки во всем мире значительно снизились с 1980-х годов и в настоящее время опустились до уровня несколько ниже нуля.
Десятилетние мировые реальные процентные ставки, средневзвешенное значение

безопасных реальных процентных ставок по странам, снизились в среднем с 5½ процентов в 1980-е годы до 3½ процентов в 1990-е годы, затем до 2 процентов с 2001 по 2008 год, и до небольших отрицательных значений в 2012 году (рис. 1). Стоимость капитала также снизилась, но в меньшей степени, в результате повышения требуемого дохода от капитала после 2000 года.

В среднесрочной перспективе вероятно лишь умеренное повышение реальных процентных ставок и стоимости капитала по сравнению с текущими уровнями. Отчасти это объясняется циклом: чрезвычайно низкие реальные ставки последних лет отражают значительные негативные разрывы между фактическим и потенциальным объемом производства в странах с развитой экономикой. Анализ, приводимый в данной главе, однако, показывает, что реальные ставки и стоимость капитала, вероятно, останутся на относительно низком уровне даже после устранения со временем разрывов объема производства.

Нет веских оснований ожидать быстрого возвращения долгосрочных реальных процентных ставок к среднему 2-процентному уровню, наблюдавшемуся в середине 2000-х годов. Основная причина заключается в том, что факторы, влиянием которых главным образом объяснялось снижение реальных ставок в последние годы, вряд ли существенно изменятся в среднесрочной перспективе (приведенные здесь выводы относятся к безрисковой ставке).

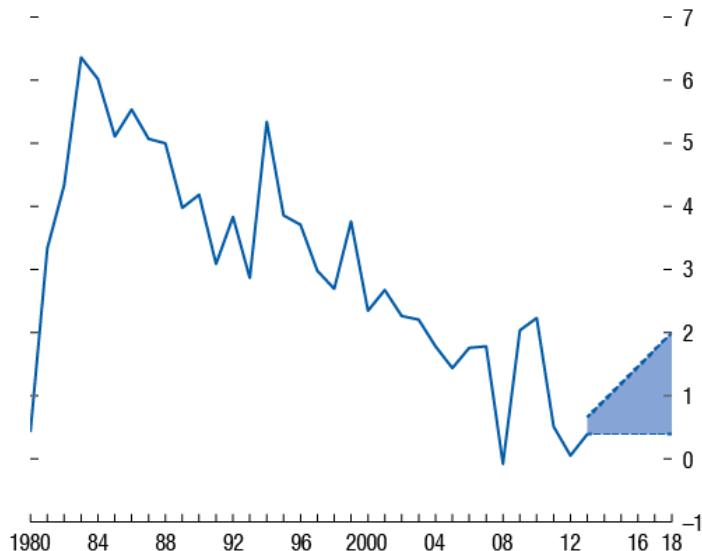
- **Изменения в сбережениях.** Устойчивое ускорение темпов роста доходов в странах с формирующейся рыночной экономикой в 2000–2007 годы значительно повысило нормы сбережения в этих странах, особенно в Китае (рис. 2). В среднесрочной перспективе темпы роста в странах с формирующимся рынком будут ниже, чем в годы перед кризисом, и ожидается, что это несколько снизит нормы сбережения. Опыт предыдущих изменений в сбережениях подсказывает, что масштабы последствий для реальных ставок, вероятно, будут незначительными.
- **Изменения в структуре портфелей.** Более половины снижения реальных ставок в первом десятилетии 2000-х годов можно объяснить ростом относительного спроса на облигации. Это изменение отражало повышение риска, связанного с капиталом, и рост спроса на безопасные активы со стороны стран с формирующимся рынком в результате увеличения накопления официальных валютных резервов (рис. 2). Нейтрализация этого изменения маловероятна без значительного неожиданного изменения в экономической политике: в то время как более строгое финансовое регулирование еще больше повысит спрос на безопасные активы, замедление как сбережений стран с формирующимся рынком, так и темпов накопления официальных резервов окажет противоположное влияние, хотя чистый эффект, вероятно, будет незначительным.
- **Изменения в инвестициях.** «Шрамы», оставленные глобальным финансовым кризисом, привели к резкому и стойкому снижению

инвестиций в странах с развитой экономикой, которое в значительной степени способствовало снижению процентных ставок в последнее время. Его воздействие на сбережения было менее сильным. Выводы главы подсказывают, что отношения инвестиций к ВВП во многих странах с развитой экономикой вряд ли вернутся к докризисным уровням в ближайшие пять лет (рис. 3).

Перспективы сохранения низких реальных процентных ставок ставят новые задачи перед экономической политикой.

- **Низкие реальные ставки помогают заемщикам снижать коэффициенты задолженности. Например, легче будет обеспечить устойчивость налогово-бюджетной сферы.** Результаты, представленные в главе, показывают, что если реальные ставки останутся на уровне примерно 1,5 процентов — то есть примерно на 1 процентный пункт ниже прогноза октябряского выпуска ПРМЭ 2013 года — средняя страна с развитой экономикой могла бы выполнить неизменные целевые показатели долга, при прочих равных условиях, со снижением отношения первичного профицита к ВВП примерно на 0,8 процентного пункта в год.
- **В сценарии с низкими реальными ставками увеличение государственных инвестиций может не привести к среднесрочному росту государственного долга.** Если реальные ставки ожидаются на уровне, близком к темпам роста реального ВВП или ниже этих темпов в течение длительного времени, некоторое повышение финансируемых за счет долга государственных расходов, особенно государственных инвестиций, может не привести к росту государственного долга в среднесрочной перспективе.
- **Период сохраняющихся низких реальных процентных ставок может означать, что нейтральная директивная ставка будет ниже, чем в 1990-е годы или в начале 2000-х годов.** Это может также увеличить вероятность достижения номинальной процентной ставкой нулевой нижней границы в случае неблагоприятных шоков для спроса при целевых показателях инфляции на уровне примерно 2 процентов. Это, в свою очередь, может повлечь за собой последствия для надлежащей основы денежно-кредитной политики.
- **Наконец, могут пострадать владельцы сбережений, и конъюнктура сохраняющихся низких процентных ставок может побудить финансовые организации к поискам более высокой доходности с принятием повышенного риска.** Это, в свою очередь, может повысить системные риски в финансовом секторе и значение надлежащего макро- и микропруденциального надзора для сохранения финансовой стабильности.

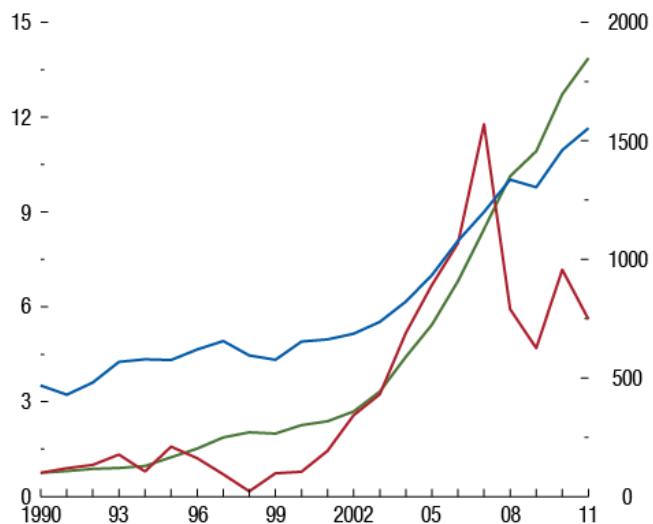
**Рисунок 1. Мировая долгосрочная реальная процентная ставка
(В процентах в год)**



Источники: Bloomberg, L.P.; Haver Analytics; база данных МВФ «Международная финансовая статистика»; Организация экономического сотрудничества и развития; база данных «Показатели мирового развития» Всемирного банка; и расчеты персонала МВФ.

Рисунок 2. Избыточные сбережения и изменения в составе портфелей

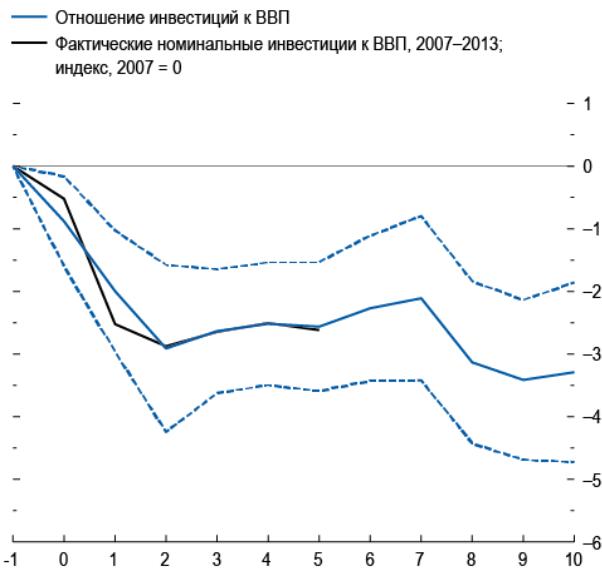
— Валовые сбережения СФР в процентах мирового ВВП (левая шкала)
— Изменение валютных резервов в СФР (индекс, 1990 = 100; правая шкала)
— Иностранные официальные авуары государственных ценных бумаг США (индекс, 1990 = 100; правая шкала)



Источники: Beltran and others (2013); и расчеты персонала МВФ.

Примечание. СФР = страны с формирующимся рынком.

Рисунок 3. Воздействие финансовых кризисов на инвестиции в странах с развитой экономикой



Источники: Организация экономического сотрудничества и развития; и расчеты персонала МВФ.

Примечание. Сплошной синей линией обозначен расчетный эффект; пунктирной синей линией обозначены 90-процентные доверительные интервалы; и черной линией обозначена фактическая динамика инвестиций к ВВП в странах с развитой экономикой с 2007 по 2013 годы. По оси X показаны годы; t=0 обозначен год финансового кризиса.