

**ТЕЗИСЫ ДЛЯ ПРЕССЫ ПО ГЛАВЕ 3**  
**ТАНЦУЕМ ВМЕСТЕ? ВТОРИЧНЫЕ ЭФФЕКТЫ, ОБЩИЕ ШОКИ И РОЛЬ ФИНАНСОВЫХ И**  
**ТОРГОВЫХ СВЯЗЕЙ**

**Перспективы развития мировой экономики, октябрь 2013 года**

**Подготовили Абдул Абиад (руководитель группы), Дэвид Фурчери, Себнем Келемли-Озчан и Андреа Пескатори**

**Основные положения**

- Глобальный финансовый кризис спровоцировал беспрецедентное усиление синхронизации объема производства. Однако, как и в случае предыдущих эпизодов, это усиление синхронизации долго не продлилось. Начиная с 2010 года параллельная динамика объема производства во всем мире практически вернулась к более нормальным уровням, несмотря на потрясения в Европе.
- Общие шоки, такие как глобальная паника или появление тревожных сигналов, объясняют большую часть усиления синхронизации в 2009 году. Традиционные финансовые связи также способствовали распространению стресса от одних стран к другим, но лишь в незначительной степени.
- Основные выводы для разработчиков политики являются следующими:
  - Наибольшее значение имеют крупные финансовые шоки. Сильные всплески синхронизации объема производства обычно имеют место во время финансовых кризисов.
  - Важен размер экономики! С глобальной точки зрения, наибольшее значение по-прежнему имеют вторичные эффекты, исходящие из США, хотя еврозона, Китай и Япония также являются важными источниками вторичных эффектов в своих регионах.
  - Вторичные эффекты шоков денежно-кредитной политики США распространяются посредством процентных ставок, и поэтому они в большей степени сказываются на странах, курс валюты которых привязан к доллару США.
  - Традиционная точка зрения о том, что финансовая глобализация неизменно ведет к большей параллельной динамике объема производства стран, неверна до тех пор, пока нет кризиса: в нормальные периоды финансовые связи способствуют эффективному распределению ресурсов, направляя капитал в наиболее продуктивные сферы его использования.
  - Важное значение общих шоков, вызывающих синхронизацию спада объема производства, показывает, что координация как финансовой, так и налогово-бюджетной политики кроет в себе потенциальные выгоды.

**Усиление параллельной динамики объема производства во время Великой рецессии было беспрецедентным, но временным.** На пике глобального финансового кризиса страны мира значительно сильнее «шагали в ногу», чем когда-либо в новейшей истории. Умеренная в годы до кризиса корреляция темпов роста ВВП резко усилилась в 2007–2009 годах (рис. 1). Возросшая параллельная динамика наблюдалась не только в странах с развитой экономикой, но во всех географических регионах. Однако рост параллельной динамики долго не продлился, и начиная с 2010 года параллельная динамика объема производства практически вернулась к докризисным уровням, несмотря на потрясения в Европе.

Традиционные связи, такие как финансовые и торговые связи, не могут полностью объяснить сильные всплески параллельной динамики объема производства. Во время глобального финансового кризиса вклад торговых связей в распространение финансового стресса от одних стран к другим был незначительным. Финансовые связи способствовали распространению финансового стресса через границы, но другие факторы, такие как глобальная паника, возросшая неопределенность и тревожные сигналы, изменившие оценки риска и прибыли инвесторами, сыграли роль общих шоков и значительно сильнее повлияли на усиление синхронизации объема производства.

**Сильные всплески региональной и глобальной корреляции объема производства обычно происходят во время финансовых кризисов.** Финансовые шоки, даже несмотря на то что они имеют место в отдельных странах, часто принимают форму общих шоков, которые ведут к резкому усилению параллельной динамики объема производства в региональных или глобальных масштабах (рис. 2). Когда кризис происходит в такой стране, как США (одновременно имеющей крупную экономику и являющейся глобальным финансовым центром), воздействие на синхронизацию глобального объема производства оказывается непропорционально высоким.

**Финансовые шоки в США породили вторичные эффекты во время кризиса 2007–2009 годов, которые были приблизительно в четыре раза сильнее, чем в другие периоды.** Таким образом, глобальный финансовый кризис был значительно более сильным в плане воздействия на объем производства, чем это можно было бы предположить исходя из масштабов базового финансового шока в США, что подтверждает гипотезу о том, что важную роль играли другие ненаблюдаемые факторы, такие как глобальная паника или самореализующиеся шоки для ожиданий.

**Размер вторичных эффектов зависит от характера шока и силы связей с экономикой, в которой начался шок.** Например, в то время как ужесточение налогово-бюджетной политики в США или еврозоне в наибольшей степени затронет страны, которые имеют с ними сильные торговые связи, последствия нормализации процентных ставок в США, главным образом, ощутят страны, привязавшие свою валюту к доллару

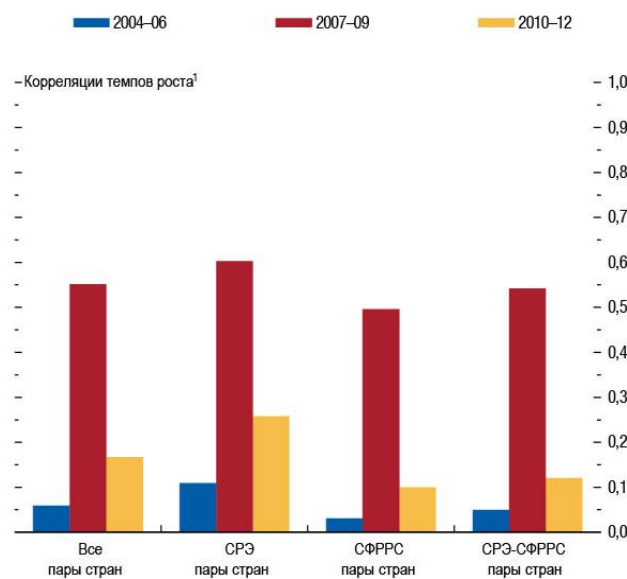
США посредством механизма процентных ставок (рис. 3). Напротив, обменный курс в странах с плавающим валютным курсом играет роль амортизатора шоков.

**Традиционная точка зрения о том, что финансовая глобализация неизменно ведет к большей параллельной динамике объема производства стран, неверна до тех пор, пока нет кризиса.** В то время как в нормальные периоды, когда преобладают реальные шоки на стороне спроса и предложения, финансовый стресс распространяется между странами посредством финансовых связей, эти связи также способствуют эффективному международному распределению капитала, направляя капитал в наиболее продуктивные сферы его использования. Главной задачей является сохранение преимуществ более высокой финансовой интеграции при сокращении до минимума сопутствующих рисков посредством более эффективного пруденциального надзора, включая улучшение координации политики и сотрудничества.

**В периоды синхронизованного спада объема производства координация политики кроет в себе потенциальные выгоды.** Например, в периоды глобальной паники скоординированное предоставление ликвидности служит важным элементом ответных мер на кризис, и скоординированная налогово-бюджетная политика может предупредить введение странами слишком малого стимула (эффект бесплатного пользования чужим стимулом) или слишком большого стимула (когда стимулом бесплатно пользуются другие страны), в то время как согласованные действия позволяют уменьшить размер стимула, который должна создать каждая отдельно взятая страна.

**Рисунок 1. Эволюция параллельной динамики объема производства, 2004–2012 годы**

Параллельная динамика объема производства, измеренная как корреляция темпов роста, так и корреляцией объема производства с исключенным трендом, резко возросла на пике глобального финансового кризиса в 2007–2009 годах. Однако она резко снизилась в последние годы.

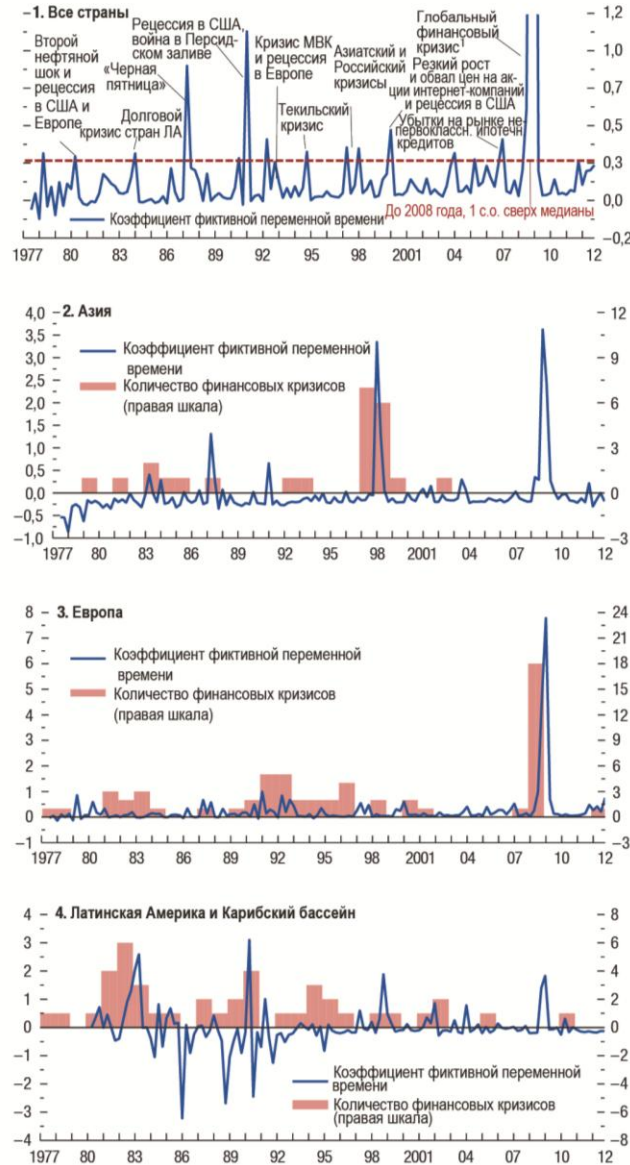


Источники: Haver Analytics; «Перспективы развития мировой экономики» МВФ; Организация экономического сотрудничества и развития; оценки персонала МВФ.  
Примечание. Выборка включает 34 страны с развитой экономикой и 29 стран с формирующимся рынком и развивающихся стран. СРЭ = пары стран с развитой экономикой; СФРПС = пары стран с формирующимся рынком и развивающихся стран; СРЭ-СФРПС = пары стран с развитой экономикой и стран с формирующимся рынком и развивающихся стран. См. группы стран в приложении 3.1.

<sup>1</sup>Простое среднее парных корреляций квартальных темпов роста ВВП.

## Рисунок 2. Что кроется за «общими шоками»?

Всплески глобальной параллельной динамики соответствуют четко зафиксированным глобальным событиям, таким как нефтяные шоки, финансовые шоки и рецессия в ведущих странах с развитой экономикой. Параллельная динамика регионального объема производства подтверждает значение финансовых кризисов для усиления синхронизации объема производства.

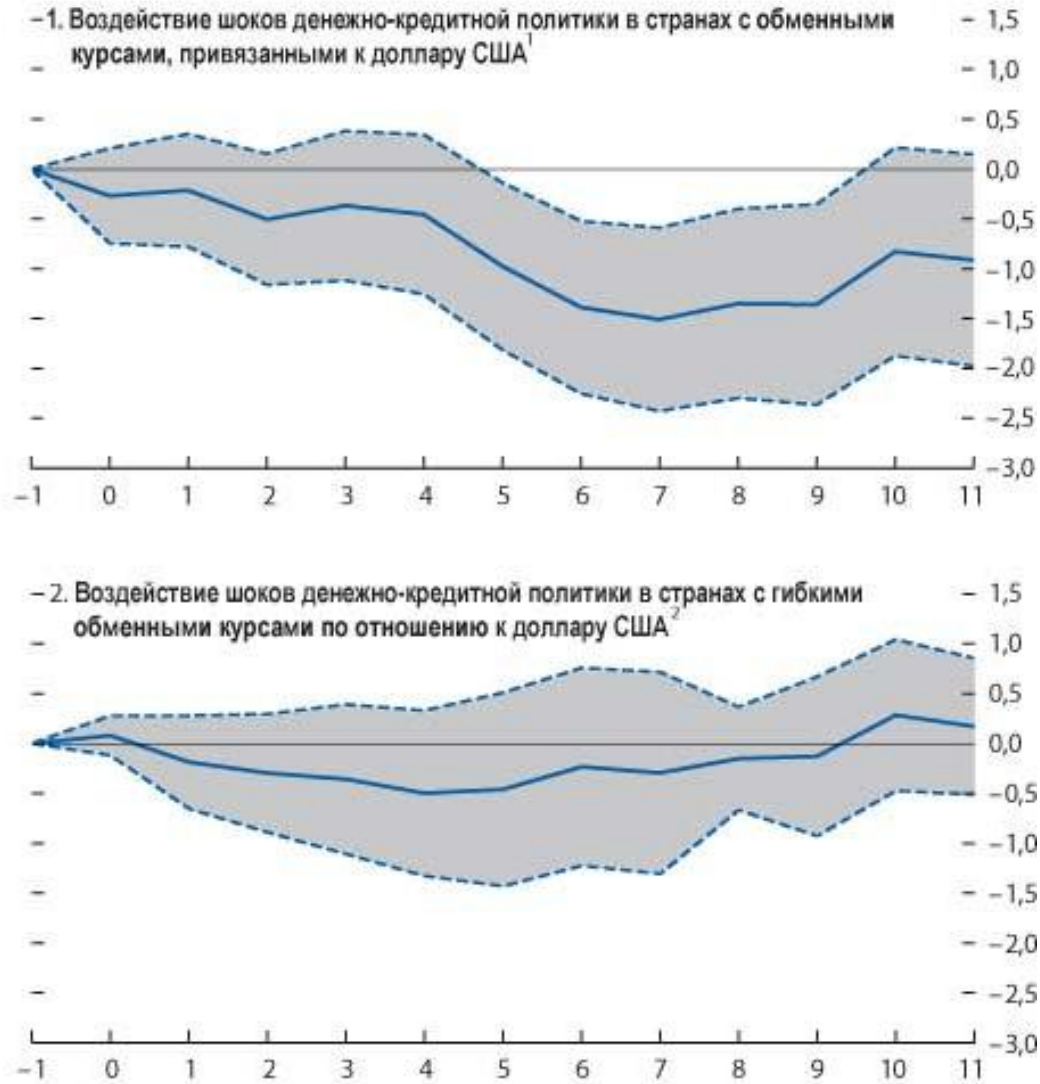


Источники: Laeven and Valencia (2012); оценки персонала МВФ.

Примечание. с.о. = стандартное отклонение; ЛА = Латинская Америка; ERM = механизм валютных курсов. Синими линиями нанесены фиктивные переменные времени в регрессии мгновенных квазикорреляций по парам стран и фиктивным переменным времени. Данные по рецессии в США и еврозоне приводятся Национальным бюро экономических исследований и Центром изучения экономической политики, соответственно. Финансовые кризисы включают в себя валютные, долговые и системные банковские кризисы, приводимые в работе Laeven and Valencia (2012); если в стране в течение какого-либо года имеет место более одного вида кризиса (например, двойной валютно-банковский кризис), то такие кризисы рассматриваются как один кризис.

<sup>1</sup> Фиксированные во времени эффекты превышают 5 в четвертом квартале 2008 года и первом квартале 2009 года.

**Рисунок 3. Воздействие шоков денежно-кредитной политики**  
(100 базисных пунктов)



Источник: расчеты персонала МВФ.

Примечание. Пунктирными линиями обозначен 90-процентный доверительный интервал относительно точечных оценок.

<sup>1</sup>По оси Y отложено совокупное воздействие на уровень промышленного производства. По оси X отложены месяцы;  $t = 0$  означает месяц шока экономической политики.

<sup>2</sup>По оси X отложены месяцы;  $t = 0$  означает месяц шока экономической политики.

**ТЕЗИСЫ ДЛЯ ПРЕССЫ ПО ГЛАВЕ 4: «Инь и янь» УПРАВЛЕНИЯ ПОТОКАМИ КАПИТАЛА:  
БАЛАНСИРОВАНИЕ ПРИТОКА И ОТТОКА КАПИТАЛА  
Перспективы развития мировой экономики, осень 2013 года**

**Подготовили Джон Саймон (ведущий автор), Яромир Бенеш,  
Хайме Гуахардо и Дамиано Сандри**

**Основные положения**

- Сильные колебания притока иностранного капитала в меньшей степени вызывали нарушение равновесия в странах, в которых они приводят к финансовой корректировке (изменениям в резервах или оттоку капитала резидентов страны), а не к реальной (изменениям в счете текущих операций).
  - По традиции страны с формирующимся рынком (СФР), как правило, испытывают разрушительную реальную корректировку: резкое усиление притока капитала, ведущее к внутренним бумагам и дефицитам счета текущих операций, за которым следовали разрушительные кризисы после изменения направления потоков.
  - Но в последнем десятилетии экономика ряда СФР демонстрирует повысившуюся устойчивость благодаря более значительной финансовой корректировке: когда иностранные инвесторы уходили из страны, их заменяли резиденты и репатриировали свои активы, инвестированные за границей. Во время глобального финансового кризиса в этих СФР наблюдались значительно более стабильные уровни ВВП, потребления и безработицы.
- СФР с устойчивой экономикой, нейтрализовавшие колебания притока капитала при помощи финансовой корректировки, характеризовались следующими усиливающими друг друга чертами:
  - более прочные институты, пользующиеся доверием центральные банки и антициклическая налогово-бюджетная и денежно-кредитная политика;
  - более жесткий надзор и регулирование финансового сектора;
  - более гибкие валютные режимы и менее строгие ограничения на движение капитала.
- Анализ подсказывает путь реформ, которые могут способствовать более эффективному решению странами с формирующимся рынком проблемы волатильности притока капитала. Эти реформы, поощряющие проведение финансовой корректировки частным сектором, балансируют «инь» притока капитала с «янь» его оттока.

**Приток капитала в страны с формирующимся рынком вызывает особое и постоянное беспокойство многих директивных органов.** Такие опасения вызваны горьким опытом, лучшим примером которого служит кризис в странах Азии 1997–1998 годов, когда резкое усиление притока капитала вызвало чрезмерный рост кредита, увеличение дефицитов счета текущих операций, повышение валютных курсов и потерю конкурентоспособности. Когда приток сменился оттоком, произошла болезненная корректировка, характеризовавшаяся сильными сбоями работы финансовой сферы.

**Но такая реакция присуща не всем СФР.** В нескольких СФР приток капитала привел не к резкому росту счета текущих операций, а к финансовой корректировке, при которой валовой отток капитала резидентов страны обычно компенсирует изменчивый валовой приток капитала иностранных инвесторов. Когда иностранные инвесторы ввозят капитал в страну, ее резиденты обычно вкладывают средства за рубежом; а когда иностранные инвесторы ликвидируют свои позиции, резиденты страны обычно репатрируют свои иностранные активы. Это служит автоматическим стабилизатором чистых потоков и, тем самым, предотвращает резкие колебания сальдо счета текущих операций.

**СФР, в которых наблюдалась более значительная финансовая корректировка при изменчивости валового притока капитала, значительно лучше справились с мировым финансовым кризисом.** На рис. 4.2 показано, что экономика этих стран оказалась значительно более устойчивой. В этих странах наблюдались менее сильные колебания счетов текущих операций, менее резкое сокращение ВВП и замедление роста потребления, и в меньшей степени росла безработица.

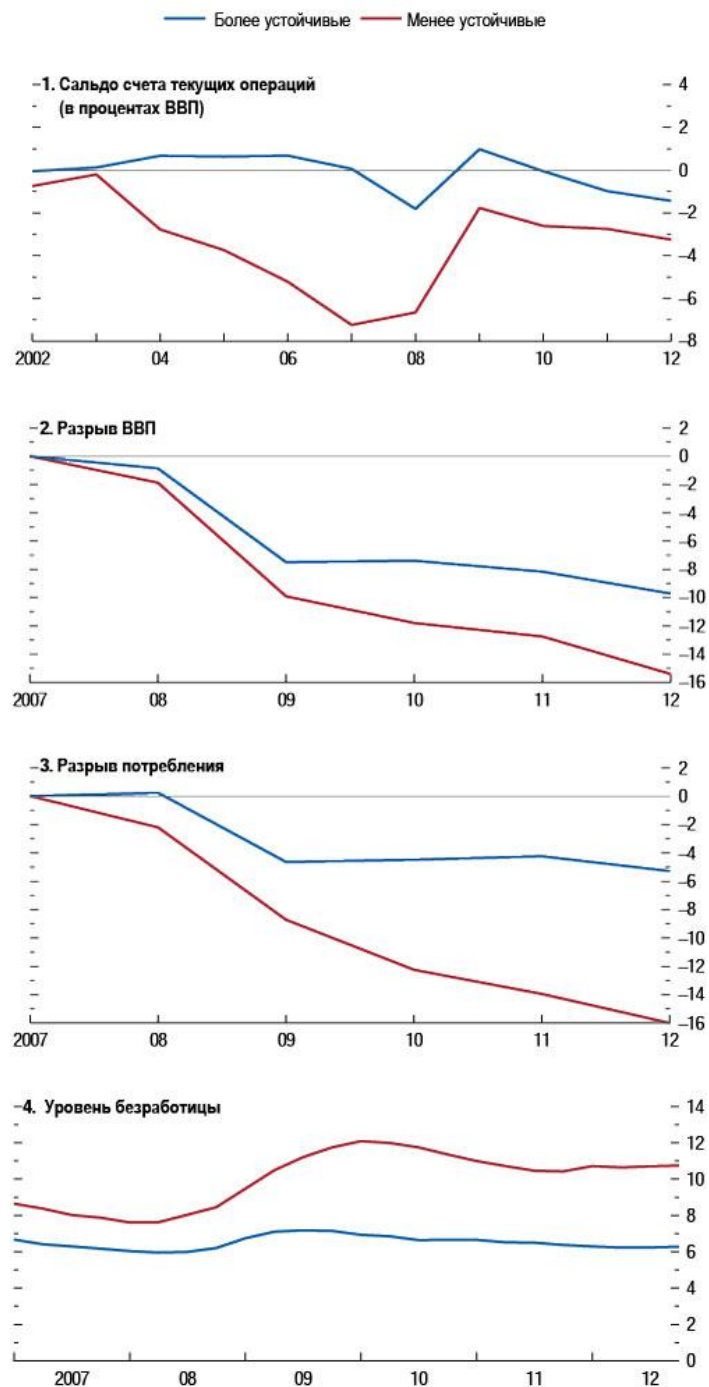
**В главе приводятся некоторые важные характеристики, отличающие СФР с более устойчивой экономикой (воспользовавшиеся финансовой корректировкой) от менее устойчивых СФР (которые испытывают более значительную реальную корректировку).** В странах с более устойчивой экономикой институты обычно прочнее, центральные банки пользуются доверием и проводится антициклическая налогово-бюджетная и денежно-кредитная политика. В этих странах лучше поставлено финансовое регулирование и надзор, не позволяющие финансовым посредникам идти на неоправданный риск в периоды сильного притока капитала. Наконец, они применяют более гибкие валютные режимы и менее строгие ограничения на потоки капитала, так что резиденты страны могут эффективно переводить капитал через границы и имеют соответствующие к этому стимулы.

**Анализ подсказывает путь реформ, которые могут помочь СФР с менее устойчивой экономикой поощрять расширение финансовой корректировки, оказывающей стабилизирующее воздействие.** В главе утверждается, на основе страновых исследований Чили, Чешской Республики и Малайзии, что странам следует начинать с укрепления своего финансового сектора и директивных учреждений. После введения пруденциального регулирования и внушающей доверие денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики, страны могут приступать к смягчению остающихся ограничений на движение капитала или изменение обменного курса.

## Рисунок 4.2. Счет текущих операций, ВВП, потребление и безработица

(В процентах, среднее)

В странах с менее устойчивой экономикой наблюдалось значительное ухудшение счета текущих операций в годы, предшествовавшие мировому финансовому кризису, и последующее резкое изменение. Эти страны также испытывали значительно более сильное сокращение ВВП и потребления по сравнению с докризисными трендами и более значительный рост безработицы.



Источник: расчеты персонала МВФ.