

# Аналитическое резюме

Сочетание многочисленных негативных шоков ослабило экономическую активность в Европе. Высокие цены на биржевые товары привели к снижению реальных доходов и потребления и повышению инфляции до уровней, не наблюдавшихся в течение десятилетия. Устойчивый курс евро и замедляющийся спрос со стороны торговых партнеров тормозили развитие экспорта. А исключительно сильные финансовые потрясения отрицательно сказывались на странах с развитой экономикой, одновременно подвергая испытанию устойчивость экономики стран с формирующимся рынком.

В большинстве стран с развитой экономикой, как ожидается, экономическая активность в ближайшее время будет оставаться в состоянии застоя в связи с прекращением бума цен на активы и резкого роста потребления и ограничением кредита финансовыми организациями, стремящимися сократить долю заемных средств. В большинстве стран с формирующимся рынком, согласно прогнозу, экономический рост существенно замедлится. Поскольку корректировка в финансовой системе, по всей вероятности, будет трудной и продолжительной, некоторое возобновление роста, как ожидается, начнется лишь позднее в 2009 году. Нарастающая напряженность в финансовом секторе и взаимоусиливающее ухудшение финансовых и экономических условий представляют важнейшие риски снижения темпов роста по отношению к прогнозу. В обычных условиях повышение цен на нефть и продукты питания не должно приводить к устойчивому росту инфляции. Однако это повышение было настолько широким и крупномасштабным, что возникла обеспокоенность относительно спроса на более высокую заработную плату, который вызвал бы повышательное давление на все цены. Страны с формирующимся рынком, в которых предшествующие тенденции к перегреву возобладали, особенно подвержены действию спирали заработной платы и цен. В странах с развитой экономикой прогнозируемое резкое ослабление активности, наряду с недавним снижением цен на ряд ключевых биржевых товаров, должно привести к устойчивому снижению инфляции.

Стабилизация финансовых условий является приоритетной задачей экономической политики. Достижение этой цели требует глобальных действий, включая предоставление ликвидности, в случае необходимости, и восстановление устойчивых финансовых балансов путем поощрения признания убытков и наращивания капитальной базы. Руководителям европейских стран необходимо будет принять обязательство о совместных, скоординированных мерах, направленных на облегчение финансового стресса. Учитывая значимость трансграничных финансовых институтов, текущие финансовые потрясения со всей очевидностью показали, что Европейскому союзу необходимо обеспечить совместную ответственность и подотчетность за финансовую стабильность, с тем чтобы избежать серьезного риска отказа от достижений европейской финансовой интеграции.

При том что ограничение инфляции остается одной из задач экономической политики, весьма вероятно, что содействие возобновлению подъема займет в ней важное место. Согласно прогнозу, в большинстве стран с развитой экономикой общий темп инфляции должен замедлиться до уровней ниже целевых показателей центральных банков, что связано с очень слабым прогнозом экономической активности. В этих условиях, а также ввиду рисков дальнейшего снижения темпов роста появляется возможность для ослабления установок денежно-кредитной политики. При этом функционирование автоматических стабилизаторов должно способствовать экономической активности, но сохранение долгосрочной стабильности бюджета требует, чтобы дефициты оставались в пределах бюджетных правил. Исключения возможны в тех случаях, когда государственные ресурсы необходимы для прямого облегчения финансового стресса. Во многих странах с формирующимся рынком может потребоваться дополнительное ужесточение макроэкономической политики, с тем чтобы преодолеть инфляционное давление и факторы внешней уязвимости. И необходимо составить

планы на случай непредвиденных ситуаций для принятия мер в условиях возможной финансовой нестабильности и резкого снижения темпов.

Страны с развитой экономикой находятся в лучшем положении по сравнению со странами с формирующимся рынком для предотвращения воздействий второго порядка на инфляцию в результате резкого роста цен на биржевые товары (глава 2). Несмотря на сохраняющиеся пережитки индексации в ряде стран, повысившаяся гибкость рынка труда, прочное доверие к денежно-кредитной политике и слабый прогноз экономической активности должны ограничить перенос шоков цен биржевых товаров на структурную инфляцию. Риск распространения ценового давления на широкий диапазон товаров выше в странах с формирующимся рынком, где продукты питания и топливо составляют значительную долю потребления. В некоторых из этих стран повышение цен на биржевые товары увеличивает существующее ценовое давление, связанное с перегревом экономики. Кроме того, инфляция может с большим трудом поддаваться контролю в странах с формирующимся рынком, в которых действует режим фиксированных валютных курсов или доверие к денежно-кредитной политике ограничено.

Надлежащие меры политики в ответ на повышение цен на биржевые товары зависят от источника ценового давления, доверия к директивным органам и степени гибкости рынка труда. Поскольку факторы глобального спроса играли важную роль в росте цен на биржевые товары, более жесткие, чем обычно, установки денежно-кредитной политики, возможно, являются обоснованными, особенно в некоторых странах с формирующимся рынком и в странах с более жестким рынком труда. Предшествующий опыт показывает, что директивным органам не следует поддаваться соблазну, пытаясь поддерживать высокие темпы роста в условиях негативных шоков цен на биржевые товары. Напротив, оптимальное решение состоит в том, чтобы нацелить бюджетную и структурную политику на расшивку узких мест в области предложения и создание правильных стимулов для производителей и потребителей.

Как подчеркивают текущие потрясения на финансовых рынках, финансовые системы по своей сути подвержены циклическим изменениям, которые имеют важные, но неодинаковые последствия для экономической активности в реальном секторе в разных странах (глава 3). Тенденции в развитии национальных систем финансирования жилищного и корпоративного сектора, — которые усиливают роль финансовых активов как залогового обеспечения займов, — потенциально могут сделать банковское кредитование проциклическим. Таким образом, финансовый сектор может усилить амплитуду колебаний экономического цикла, а также воздействие шоков денежно-кредитной политики и изменений цен на активы на активность в реальном секторе. Трансграничный характер собственности на активы еще больше усиливает действие этого механизма. Анализ показывает, что страны с формирующимся рынком, как правило, более уязвимы по отношению к текущему спаду в кредитном цикле, чем страны с развитой экономикой, хотя и со значительными различиями по странам.

Что могут сделать директивные органы, чтобы уменьшить нежелательную макроэкономическую изменчивость, связанную с динамикой цен на активы? Хотя общее мнение по этому вопросу пока еще не сложилось, введение контрциклического элемента в пруденциальное регулирование могло бы существенно сократить изменчивость инвестиций, особенно в странах с интегрированным финансовым сектором, где действуют более жесткие лимиты на заимствование. В этом отношении финансовая интеграция продолжает иметь существенное значение для содействия плавной корректировке, ориентированной на экономический рост. В то же время надзор не должен отставать от все более усложняющихся трансграничных связей, обеспечивая адекватную координацию финансовой политики в странах Европы, особенно в рамках зоны евро.

Наряду с международным капиталом, потоки трудовых ресурсов через границы новых государств-членов Европейского союза были одной из основных черт процесса их конвергенции (глава 4). С начала переходного периода это движение трудовых ресурсов заметно активизировалось и приобрело более диверсифицированный и гибкий характер. Мобильность трудовых ресурсов имеет значительные преимущества: она ускоряет конвергенцию, повышает коэффициенты капиталовооруженности во всей

экономике и может способствовать повышению квалификации посредством реинтеграции возвращающихся мигрантов во внутренние рынки труда.

Вопреки некоторым представлениям, ограничение мобильности трудовых ресурсов не решает проблему перегрева экономики; меры политики, направленные на повышение общей мобилизации трудовых ресурсов представляют собой значительно лучший путь. Мобильность трудовых ресурсов не является источником перегрева, а скорее играет сдерживающую роль. Действительно, повышение заработной платы во время экономических подъемов снижает стимулы к поиску работы за границей и вместо этого привлекает иммигрантов; и то, и другое уменьшает давление на внутреннюю заработную плату. Однако движение трудовых ресурсов за пределы страны ускоряет повышение заработной платы, обычно связанное с процессом конвергенции доходов. В условиях жестких рынков труда такое повышение может вызвать инфляционные эффекты второго порядка, которые необходимо будет держать под контролем для сохранения конкурентоспособности. Кроме того, различия в возрастной и квалификационной структуре между притоками и оттоками трудовых ресурсов может служить одной из причин асимметричности рынка труда. Таким образом, меры политики, направленные на улучшение мобилизации и использования трудовых ресурсов, играют ключевую роль в поддержании устойчивого роста и обеспечении плавного перераспределения ресурсов во внутренней экономике.