

Тезисы для прессы по главе 2. *Кризис и производственный потенциал*

Перспективы развития региональной экономики: Европа (осень 2009 года)

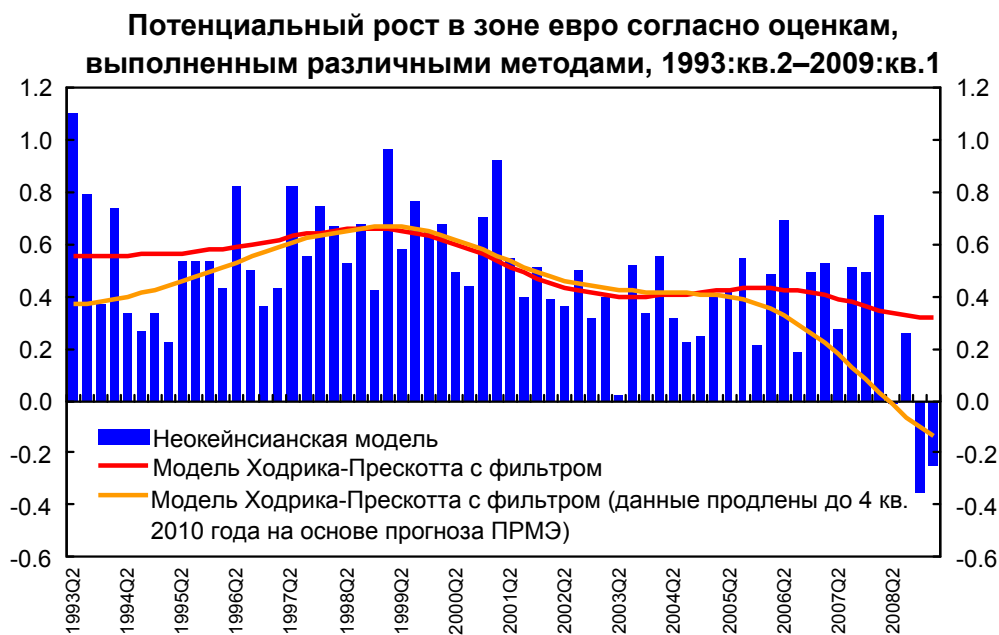
Подготовили Томас Харджес и Србона Митра

Основные положения

- Проблемы финансового сектора, низкие уровни инвестиций и длительные периоды незанятости рабочей силы, вероятно, будут препятствовать развитию производственного потенциала Европы в предстоящие несколько лет, однако величина воздействия этих факторов точно не известна.
- В долгосрочной перспективе производственный потенциал должен возвратиться к историческому тренду в большинстве стран с развитой экономикой, за исключением стран, финансовый сектор которых характеризовался в прошлом чрезвычайно высокой активностью.
- Возобновление процессов интеграции европейских финансовых рынков и проведения структурных реформ будет способствовать улучшению перспектив развития.
- В европейских странах с формирующимся рынком возобновление процесса конвергенции будет зависеть от того, удастся ли восстановить устойчивый приток капитала за счет создания благоприятных условий предпринимательской деятельности, укрепления основ проведения политики в целях снижения неопределенности и осуществления надежной макроэкономической политики.

Отрицательные последствия кризиса для роста экономики Европы будут ощущаться не только в ближайшем будущем, но и в более отдаленной перспективе, сдерживая потенциальный рост в предстоящие несколько лет. Возникающие в связи с финансовым кризисом рецессии, аналогичные последней, сопровождаются резким и длительным снижением объемов производства, особенно если им сопутствуют нехватка кредитных ресурсов и резкое падение вздутых цен на недвижимость. В таких случаях низкие уровни инвестиций и длительные периоды незанятости нередко продолжают оказывать сдерживающее воздействие на рост производственного потенциала на протяжении нескольких лет, что оборачивается вялым оживлением экономики при близких к долгосрочному тренду и даже уступающих ему темпах роста.

Существует значительная неопределенность в отношении величины снижения потенциального роста. Производственный потенциал невозможно наблюдать непосредственным образом, а его измерение сопряжено с немалыми трудностями, особенно в периоды глубоких кризисов, сопровождающихся резкими колебаниями фактических объемов производства. Оценки, полученные с использованием методов, учитывающих предполагаемые низкие темпы оживления экономики в большинстве стран Европы, а также других методов, основанных на учете связи между инфляцией и разрывом между фактически и потенциальными объемами производства, указывают на относительно резкое снижение роста производственного потенциала. Однако другие методы оценки говорят о более умеренном снижении потенциального роста (см. рис.).



В долгосрочной перспективе потенциальный рост должен возвратиться к своему историческому тренду в большинстве европейских стран с развитой экономикой, за исключением стран, рост которых, возможно, завышался в результате неустойчиво высоких прибылей в финансовом секторе. В зоне евро в долгосрочной перспективе достижим потенциальный рост на уровне примерно 2 процентов. Однако темпы потенциального роста могут еще более возрасти, если продолжится процесс интеграции европейских финансовых рынков и осуществления структурных реформ, в том числе предусмотренных Лиссабонской программой. В странах, рост в которых в последние годы был завышен в результате беспрецедентно высоких прибылей финансового сектора, например в Соединенном Королевстве, долгосрочные темпы роста могут увеличиться лишь до уровней, немного уступающих средним темпам роста, наблюдавшимся в последние годы.

Рост в среднесрочной перспективе и процесс конвергенции в европейских странах с формирующимся рынком могут пострадать из-за снижения притоков капитала. В последние два десятилетия средние темпы роста европейских стран с формирующимся рынком намного превосходили темпы роста в зоне евро в связи с процессом преодоления отставания. В этом процессе конвергенции уровней дохода важнейшая роль принадлежала притокам ПИИ и банковского капитала. Относительно более бедные страны получали бóльшие выгоды от этих притоков капитала. В условиях настороженного отношения со стороны инвесторов, возросшей стоимости финансирования и увеличения государственного долга в посткризисный период процесс конвергенции может замедлиться из-за сокращения притока капитала в частный сектор.

Меры политики, способствующие возрождению нормального притока капитала, имеют решающее значение для возобновления процесса конвергенции в европейских странах с формирующимся рынком. В связи с этим органам государственного управления необходимо будет создать благоприятные условия для предпринимательской деятельности, укрепить финансовый сектор и основы проведения налогово-бюджетной политики в целях снижения неопределенности, оказать дополнительную поддержку процессу интеграции финансовых рынков и обеспечить макроэкономическую стабильность.

Тезисы для прессы по главе 3. *Последствия снижения производственного потенциала для макроэкономической политики*

Перспективы развития региональной экономики: Европа (осень 2009 года)

Подготовили Хелге Бергер и Эмиль Ставрел

Основные положения

- **Неопределенность в оценке степени снижения производственного потенциала может вылиться в ошибки при проведении политики.**
- **Для удержания инфляционных ожиданий под контролем разработчикам денежно-кредитной политики необходимо будет ясным образом информировать о своих оценках производственного потенциала, лежащих в основе решений об уровне процентных ставок центрального банка, и одновременно с этим подчеркивать свою готовность корректировать политику по мере поступления новой информации.**
- **Принимая во внимание вызванные кризисом крупные бюджетные издержки, лучше будет перестраховаться в области налогово-бюджетной политики и осуществить консолидацию, как только наберет обороты подъем экономики.**

Снижение производственного потенциала и неопределенность связанных с этим оценок усложняют принятие решений в сфере налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики в по-прежнему непростых условиях.

Например, в случае игнорирования или недооценки снижения производственного потенциала при разработке налогово-бюджетной политики под угрозой может оказаться устойчивость государственных финансов. С другой стороны, завышенная оценка величины снижения производственного потенциала может привести к сокращению масштабов необходимой бюджетной поддержки экономики. Аналогичным образом, если денежно-кредитная политика исходит из завышенной оценки снижения

Зона евро. Производственные разрывы в реальном времени и фактические (1993: кв.1 – 2007: кв.2)
(В процентах)



производственного потенциала, она может оказаться чрезмерно ограничительной, а если она исходит из заниженной оценки, это может вылиться в чрезмерно либеральный характер политики и открыть дорогу для инфляционных давлений. Кроме того, указанная неопределенность может привести к различиям в том, как оценивается динамика производственного потенциала директивными органами и широкой общественностью, что еще более усложнит выбор вариантов политики.

Денежно-кредитная политика

Измерение разрыва между фактическим и потенциальным объемами производства в реальном времени представляет собой непростую задачу. Сравнения выполненных в реальном времени оценок величины производственного разрыва в странах зоны евро с действительной величиной такого разрыва, рассчитанной на основе имеющихся фактических данных за более продолжительные истекшие периоды, являются в этом смысле показательными (см. первый рисунок). Ошибки измерения велики и, как правило, носят затяжной характер. Кроме того, производственный разрыв в реальном времени иногда принимает знак, противоположный знаку фактического разрыва (указывая на то, что фактический объем производства уступает потенциальному, хотя в действительности это не так), что может сбить с толку разработчиков политики при определении направленности давления на цены.

В результате этого создаются возможности для ошибок при проведении политики. Имитационные модели для зоны евро указывают на то, что состояние экономики окажется худшим (т.е. изменчивость объемов производства и инфляции возрастет), если не будет учитываться разрыв между фактическим и потенциальным объемами производства, даже при наличии погрешностей измерения. Тем не менее, реакция на производственный разрыв, основанная на неверных предположениях о производственном потенциале, также может обернуться немалыми издержками. Например, если разработчики денежно-кредитной политики чрезмерно оптимистично оценят производственный потенциал и занижат оценку производственного разрыва на $\frac{1}{2}$ процентного пункта, процентные ставки будут установлены ими на слишком высоком уровне по сравнению с уровнем, который они установили бы, если бы с полной определенностью знали динамику производственного потенциала, и это приведет к непреднамеренному снижению инфляции примерно на 0,7 процентного пункта.

Поскольку полностью избежать ошибок в политике непросто, вопрос состоит в том, как свести к минимуму вызываемые ими издержки. Центральным банкам необходимо проявлять настойчивость в информировании общественности о своем твердом намерении обеспечивать стабильность цен. В существующих сегодня условиях подтверждение приверженности центрального банка достижению

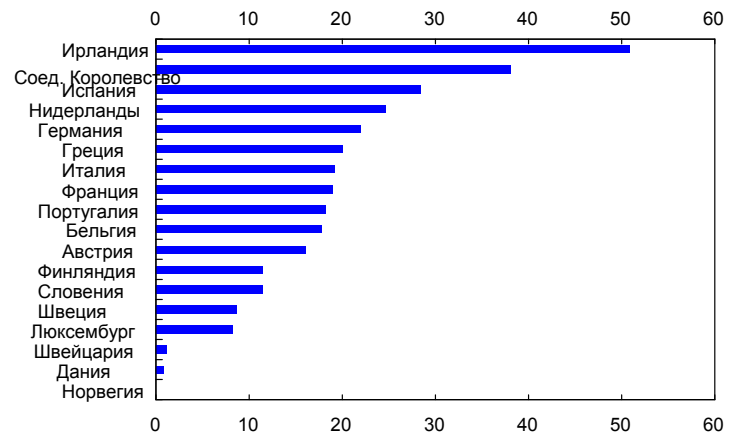
стабильности цен при подчеркивании последствий отсутствия определенности в оценке производственного разрыва для инфляции поможет сдержать рост инфляционных ожиданий, а также сблизить представления центрального банка и широкой общественности о величине производственного разрыва. На практике это потребует конкретных усилий в области информирования общественности, предполагающих, в частности, раскрытие центральным банком своих взглядов на динамику производственного потенциала, лежащих в основе текущих решений банка в отношении денежно-кредитной политики, и его прямое заявление о том, что он будет готов изменить эти взгляды в свете новой информации и действовать с учетом этого в целях обеспечения стабильности цен. Такие меры, по-видимому, будут особенно полезны для недопущения непроизвольного возникновения ожиданий дефляции в период отхода от сегодняшней политики чрезвычайно низких процентных ставок.

Налогово-бюджетная политика

Налогово-бюджетные органы во всей Европе также имеют основания опасаться последствий снижения потенциального роста. Отрицательный шок

для потенциального роста, даже если он носит временный характер, приведет к недополучению бюджетных поступлений из-за сокращения структурных доходов, а это выльется в увеличение государственного долга. Кроме того, кризис заставил директивные органы направить бюджетные ресурсы на проведение как прямых, так и косвенных интервенций (в форме выдачи гарантий) в финансовой системе, что еще более увеличило уровни долга. В целом ожидается, что в период 2008–2010 годов суммарное увеличение государственного долга составит 16 процентов ВВП в странах с развитой экономикой и 11 процентов ВВП в европейских странах с формирующимся рынком (см. второй рисунок).

Прогнозируемые изменения государственного долга
(В процентах ВВП; изменение с конца 2007 по конец 2010 года)



Источники: ПРМЭ и расчеты персонала МВФ.

В таких обстоятельствах существует потребность в значительной бюджетной корректировке. Даже при самых благоприятных допущениях в отношении последствий кризиса для роста экономики и долга, средняя величина первичного профицита годового бюджета, необходимая для того, чтобы вернуть уровень задолженности стран-членов зоны евро на целевой уровень, который должен

быть достигнут к 2020 году согласно «Пакту о стабильности и росте», увеличится примерно на 0,6 процентных пункта ВВП. При менее благоприятных допущениях требуемые размеры корректировки могут быть в два-три раза больше.

Необходимые улучшения в состоянии первичного сальдо бюджета должны наступить, как только наберет обороты процесс оздоровления экономики, и опираться на улучшения в основах проведения налогово-бюджетной политики и реформы, направленные на повышение производственного потенциала.

Надвигающиеся бюджетные проблемы, связанные со старением населения Европы, увеличивают и без того значительный ущерб, нанесенный кризисом государственным финансам, что делает налогово-бюджетную корректировку еще более безотлагательной. В связи с этим разработчикам политики лучше будет перестраховаться и приступить к необходимой консолидации как только это станет возможным с учетом стадии цикла. Укрепление основ налогово-бюджетной политики за счет принятия новых или совершенствования старых национальных налогово-бюджетных правил и за счет усиления профилактических мероприятий, предусмотренных в «Пакте о стабильности и росте», также поможет ослабить последствия кризиса и добиться устойчивости бюджетно-налоговой сферы. Наконец, существует настоятельная необходимость в стимулировании потенциального роста посредством проведения структурных реформ, что будет содействовать укреплению бюджета, в том числе благодаря более быстрому росту доходов.

Тезисы для прессы по главе 4. Меры политики, осуществляемые странами с формирующимся рынком в целях противодействия повышенному уровню риска в период оживления экономики

Перспективы развития региональной экономики: Европа (осень 2009 года)

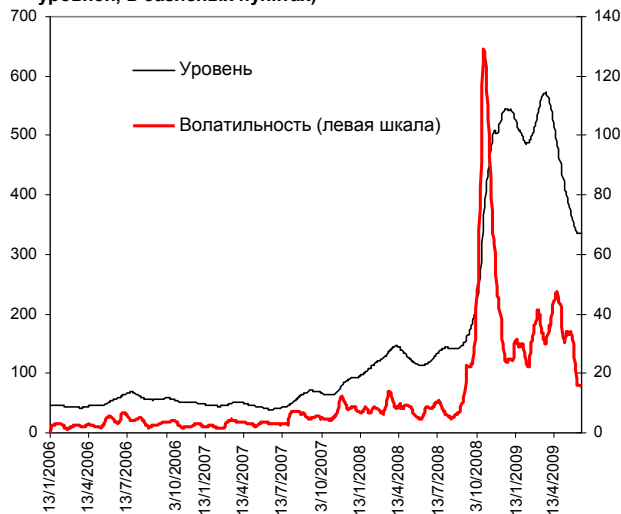
Подготовила Сробона Митра

Основные положения

- **В посткризисный период европейские страны с формирующимся рынком, вероятно, столкнутся с повышенным уровнем премий за риск и более изменчивыми условиями деятельности в условиях повышенного внимания инвесторов к внутренней политике каждой из стран.**
- **Увеличение и повышение волатильности спредов отрицательно влияет на долгосрочный рост и приводит к большей изменчивости как инфляции, так и объемов производства на протяжении цикла.**
- **Осуществление мер, снижающих степень неопределенности в отношении состояния финансовой системы и уменьшающих возможности для дискреционных решений в области налогово-бюджетной политики, позволяет в значительной мере снизить остроту этих проблем и приносит «двойную пользу» в виде улучшения перспектив долгосрочного роста.**

Несмотря на то, что готовность инвесторов принимать на себя риск несколько окрепла по сравнению с низшими уровнями такой готовности, обусловленными развитием кризиса, страны с формирующимся рынком продолжают находиться в заметно менее стабильных внешнеэкономических условиях. Увеличились спреды процентных ставок по суверенным облигациям, и повысилась волатильность процентных ставок и обменных курсов (см. первый рисунок). За этими переменами кроются изменения в настроениях инвесторов, которые извлекли уроки из кризиса и стали уделять повышенное внимание экстремальным рискам и устанавливать более высокие премии за риск. Поэтому в среднесрочной перспективе, скорее

Уровень и волатильность спредов процентных ставок в европейских странах с формирующимся рынком (скользящее среднее за 30 дней и стандартное отклонение уровней, в базисных пунктах)

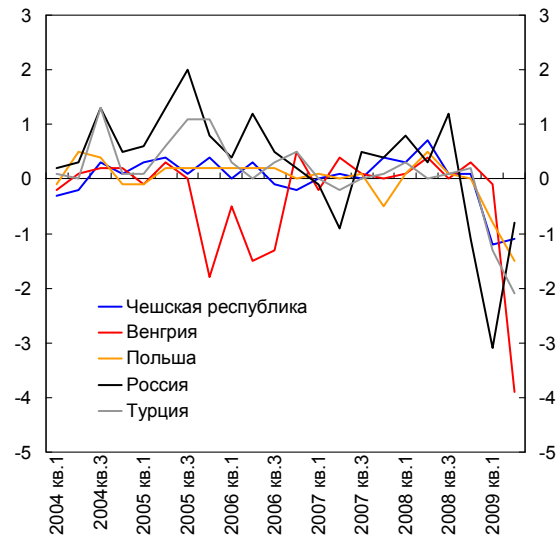


всего, будут сохраняться повышенные уровни спредов процентных ставок и волатильности, отражающие факторы уязвимости, свойственные отдельным странам, даже если сойдут на нет последствия глобальных финансовых шоков.

Наряду с глобальными шоками, повлиявшими на изменчивость спредов процентных ставок и другие финансовые показатели, одной из основных причин нестабильности стали изменения в банковской и налогово-бюджетной сферах.

Иностранцев пугает неопределенность в отношении финансовых потребностей банков и органов государственного управления, пролонгации корпоративных и государственных долговых обязательств, по которым наступает срок погашения, возможности решения проблемы задолженности домашних хозяйств и связанных с этим валютных диспропорций, а также дожидающихся своего часа условных обязательств правительства. Наряду с этим свой вклад в дестабилизацию положения в налогово-бюджетной сфере вносят циклические эффекты рецессии. В результате этих изменений прогнозы в отношении сальдо бюджета в европейских странах с формирующимся рынком подвергались необычно значительным и частым пересмотрам (см второй рисунок).

Отдельные страны Европы: квартальные изменения прогнозов бюджетного сальдо, 2006:кв.1–2009:кв.2 1/



Источники: согласованный экономический прогноз и расчеты персонала МВФ.
1/ Изменение (в процентных пунктах) прогноза бюджетного сальдо за год, среднее согласованных прогнозов.

Поэтому директивные органы большинства стран сталкиваются с проблемами снижения темпов роста в среднесрочной перспективе и большей переменчивости настроений инвесторов и, как следствие этого, с более высокой изменчивостью уровня инфляции и объемов производства. В условиях фиксированного обменного курса стабилизация инфляции и объемов производства в период внешних шоков представляет собой непростую задачу даже при самых благоприятных обстоятельствах ввиду ограниченности возможностей для проведения денежно-кредитной политики. Поэтому традиционно рекомендуется обращаться к более интенсивному использованию налогово-бюджетной политики. Однако в условиях пристального внимания со стороны международных инвесторов более интенсивное использование инструментов налогово-бюджетной политики может вызвать сомнения в устойчивости бюджета и обернуться негативными последствиями в виде увеличения размеров и волатильности спредов процентных ставок

в среднесрочной перспективе. Вместо содействия стабилизации экономики это может внести дополнительный элемент неустойчивости. Кроме того, это может привести к замедлению роста, прежде всего в странах с формирующимся рынком, развитие которых зависит от притока капитала. Более того, даже при использовании гибкого обменного курса могут иметься лишь ограниченные возможности для интервенций в финансовом секторе или макроэкономической стабилизации, особенно в условиях, когда изменения обменного курса быстро отражаются на инфляции или когда понижение обменного курса влечет за собой значительные издержки ввиду чрезмерных объемов задолженности в иностранной валюте.

Решение кроется в решительных действиях по устранению проблем финансового сектора и возврату налогово-бюджетной политики на устойчивый курс. Это поможет не только добиться плавного оздоровления экономики и снижения изменчивости объемов производства и инфляции, но и увеличить притоки капитала, что будет способствовать долгосрочному росту и возобновлению процесса конвергенции по уровням дохода, и таким образом принесет двойную пользу. Имеется ряд возможных вариантов проведения политики.

- Необходимо заняться решением проблем в финансовом секторе. Координируемая МВФ работа по проведению стресс-тестов в странах Центральной, Восточной и Южной Европы позволит выявить потребности банков в дополнительном капитале. Информация о результатах стресс-тестов поможет уменьшить степень неопределенности в отношении банковских секторов, особенно если она будет учитываться при принятии мер по рекапитализации или реструктуризации жизнеспособных и санации нежизнеспособных учреждений.
- Увеличение прозрачности условных бюджетных обязательств, возникающих в связи с напряженным положением в финансовой системе или по другим причинам, и раскрытие необходимой информации о сопровождающих их рисках поможет снизить неопределенность в отношении бюджетных перспектив.
- Основанная на правилах налогово-бюджетная политика, предусматривающая изменение дефицитов в основном лишь в случае действия автоматических стабилизаторов, будет способствовать повышению долгосрочной устойчивости и предсказуемости налогово-бюджетной сферы. Устранение неожиданностей, возможность которых неизменно присутствует при дискреционном проведении налогово-бюджетной политики, позволит снизить степень изменчивости циклов экономической активности.
- Меры по укреплению надзорных, нормативно-правовых и макропруденциальных основ в целях ослабления факторов уязвимости и недопущения циклов спада и подъема в будущем будут непосредственным образом способствовать снижению премий за риск и связанной с ними неопределенности. Примерами таких мер

являются ужесточение нормативов капитала для ненадежных банков при усилении международного сотрудничества между органами страны происхождения и принимающей страны и принятие профилактических (контрциклических) мер в области формирования резервов в целях снижения изменчивости прибыли банков.