

Перспективы развития мировой экономики

Финансовый стресс, экономические спады и подъемы

.....



ОКТАБРЬ **08**

Обзоры мировой экономики и финансов

ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ

Октябрь 2008 года

Финансовый стресс,
экономические спады и подъемы



Международный Валютный Фонд

© 2008 International Monetary Fund
Перевод на русский язык © 2008 Международный Валютный Фонд

Издание на английском языке

Подготовка к печати: Секция графических работ МВФ
Обложка и дизайн: Луиса Менхивар и Хорхе Саласар
Рисунки: Теодор Ф. Питерс
Компьютерная верстка: Хулио Прего и Чун Ли

Издание на русском языке подготовлено Службой переводов МВФ

Cataloging-in-Publication Data

Перспективы развития мировой экономики – [Washington, D.C.] :

Международный Валютный Фонд, 1980- г. ; 28 см. – (Обзоры мировой экономики и финансов)

Semiannual.

Has occasional updates, 1984–

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 978-1-58906-786-8

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
Введение	xii
Аналитическое резюме	xv
Глава 1. Глобальные перспективы и вопросы экономической политики	
Мировая экономика в состоянии стресса	1
Кризис, переживаемый финансовой системой	6
Углубление корректировок на рынке жилья	10
Чрезмерная напряженность на рынках биржевых товаров	15
Чрезмерная слабость макроэкономической политики?	22
Перспективы выхода из кризиса	24
Проблемы экономической политики для мировой экономики	36
Приложение 1.1. Оценка рисков для перспектив глобальной экономики и представление информации о них	44
Литература	48
Глава 2. Перспективы стран и регионов	
США и Канада. Прогноз спада	51
Западная Европа. Под напором нескольких шоков	54
Страны Азии с развитой экономикой. Меры в ответ на внешние шоки	58
Страны Азии с формирующимся рынком. Баланс между рисками для роста и стабильностью цен	65
Латинская Америка и Карибский регион. Движение в более опасных водах	68
Страны Европы с формирующимся рынком. Перспективы «мягкой посадки»	70
Содружество Независимых Государств. Адаптация к буму цен на биржевые товары	74
Страны Африки к югу от Сахары. Испытание основ экономической политики	76
Ближний Восток. Сохраняющиеся опасения относительно перегрева экономики	79
Литература	83
Глава 3. Возвращение инфляции? Цены на биржевые товары и инфляция	
Бум цен на биржевые товары: причины и перспективы	86
Шоки цен на биржевые товары и инфляция	101
Меры денежно-кредитной политики в ответ на шоки цен биржевых товаров	112
Резюме и заключения	119
Приложение 3.1. Динамика рынка биржевых товаров в последнее время	120
Приложение 3.2. Учет повышения цен на продовольствие, 2006–2008 годы	125
Приложение 3.3. Оценка инфляционных эффектов шоков цен на биржевые товары	127
Литература	129

Глава 4. Финансовый стресс и экономические спады	
Выявление эпизодов финансового стресса	135
Финансовый стресс, снижение экономической активности и рецессия	139
Сказались ли финансовые инновации на взаимодействии между финансовым стрессом и экономическими циклами?	145
Текущий финансовый кризис в историческом контексте	148
Выводы	152
Приложение 4.1. Данные и методология	158
Литература	160
Глава 5. Налогово-бюджетная политика как антициклический инструмент	
Понимание дискуссии о налогово-бюджетной политике	164
Каковы типичные ответные меры дискреционной налогово-бюджетной политики?	171
Различаются ли ответные меры налогово-бюджетной политики в странах с формирующимся рынком и странах с развитой экономикой?	175
Макроэкономические последствия дискреционной налогово-бюджетной политики	178
Имитационное моделирование бюджетного стимулирования	185
Выводы и соображения, касающиеся проведения политики	189
Приложение 5.1. Данные и эмпирические методы	193
Литература	201
Глава 6. Различия в состоянии счетов текущих операций между разными странами с формирующимся рынком	
Особенности динамики счетов текущих операций в странах с формирующимся рынком в последнее время	205
Какими факторами объясняется динамика счетов операций с капиталом в последнее время?	216
Устойчивость дисбалансов счета текущих операций	228
Выводы и последствия для экономической политики	235
Приложение 6.1. Определения переменных показателей и источники данных	236
Приложение 6.2. Эконометрический метод	238
Литература	244
Дополнение. Обсуждение перспектив на заседании Исполнительного совета МВФ, сентябрь 2008 года	249
Статистическое приложение	255
Исходные предположения	255
Новое	255
Данные и правила	258
Классификация стран	260
Общие характеристики и структура групп стран в классификации издания «Перспективы развития мировой экономики»	262
Перечень таблиц	
Объем производства (Таблицы А1–А4)	267
Инфляция (Таблицы А5–А7)	275
Финансовая политика (Таблица А8)	281
Внешняя торговля (Таблица А9)	282
Текущие операции (Таблицы А10–А12)	284
Платежный баланс и внешнее финансирование (Таблицы А13–А15)	290
Движение средств (Таблица А16)	294
Среднесрочный базисный сценарий (Таблица А17)	298

**«Перспективы развития мировой экономики» и исследования персонала МВФ
для «Перспектив развития мировой экономики», отдельные темы** **299**

Вставки

1.1. Последняя вспышка финансовой напряженности и ее возможное воздействие на глобальные перспективы	11
1.2. Цены на жилье: корректировки и последствия	16
1.3. Измерение разрывов между фактическим и потенциальным объемом производства	26
2.1. ЭВС: десять лет спустя	60
3.1. Оказывают ли финансовые инвестиции влияние на поведение цен на биржевые товары?	90
3.2. Ответные меры налогово-бюджетной политики на недавнее повышение цен на биржевые товары: оценка	105
3.3. Режимы денежно-кредитной политики и цены на биржевые товары	114
4.1. Меры политики по преодолению стресса финансовой системы и восстановлению финансового посредничества на прочной основе	155
5.1. Различия в размере автоматических стабилизаторов и их взаимодействие с дискреционной налогово-бюджетной политикой	166
5.2. Почему так трудно определить воздействие бюджетного стимула?	168
5.3. Были ли снижения налогов в США своевременными, временными и адресными?	177
6.1. Детерминанты счета текущих операций для стран-экспортеров нефти	206
6.2. Суверенные фонды накопления богатства: влияние на мировые финансовые рынки	210
6.3. Исторический аспект экономического роста и счета текущих операций	220
A1. Исходные предположения относительно экономической политики, лежащие в основе прогнозов по отдельным странам	256

Таблицы

1.1. Общий обзор прогнозов «Перспектив развития мировой экономики»	2
2.1. Страны и регионы с развитой экономикой. Реальный ВВП, потребительские цены и безработица	54
2.2. Страны и регионы с развитой экономикой. Сальдо счета текущих операций	56
2.3. Отдельные страны и регионы Азии. Реальный ВВП, потребительские цены и сальдо счета текущих операций	67
2.4. Отдельные страны и регионы Западного полушария. Реальный ВВП, потребительские цены и сальдо счета текущих операций	69
2.5. Отдельные страны и регионы Европы с формирующимся рынком. Реальный ВВП, потребительские цены и сальдо счета текущих операций	72
2.6. Содружество Независимых Государств (СНГ). Реальный ВВП, потребительские цены и сальдо счета текущих операций	75
2.7. Отдельные страны и регионы Африки. Реальный ВВП, потребительские цены и сальдо счета текущих операций	78
2.8. Отдельные страны и регионы Ближнего Востока. Реальный ВВП, потребительские цены и сальдо счета текущих операций	80
3.1. Воздействие общих факторов на колебания цен биржевых товаров	96
3.2. Отдельные показатели взаимных вторичных эффектов цен на основные продовольственные биржевые товары	101
3.3. Всемирный спрос на нефть и добыча в разбивке по регионам	123
3.4. Оценки эластичности, использованные в расчетах цен	127
4.1. Описательные статистики по эпизодам финансового стресса	138
4.2. Описательные статистики по финансовому стрессу, снижению активности и рецессиям	141
4.3. Структурные регрессии	148
4.4. Шесть основных периодов финансового стресса и сокращения производства	153
4.5. Данные	158

СОДЕРЖАНИЕ

4.6. Средняя годовая доля банков выборки в общей сумме активов банков	160
5.1. Макроэкономические показатели за периоды до, после и во время спада экономической активности, при наличии и в отсутствие бюджетного стимула: все страны	181
5.2. Рост реального ВВП и бюджетный стимул при различных первоначальных условиях: все страны	183
5.3. Рост реального ВВП и бюджетный стимул в разбивке по компонентам: все страны	185
5.4. Реакция реального ВВП на дискреционные изменения налогово-бюджетной политики	186
5.5. Перечень стран и эпизодов спада	195
5.6. Дискреционная налогово-бюджетная политика и рост: результаты регрессии, включающей формулу оценки динамической панели Ареллано–Бонда, при использовании основанного на эластичности показателя бюджетного стимула	197
5.7. Дискреционная налогово-бюджетная политика и рост: результаты регрессии, включающей формулу оценки динамической панели Ареллано–Бонда, при использовании основанного на регрессии показателя бюджетного стимула	199
6.1. Детерминанты сальдо счета текущих операций	223
6.2. Регрессии продолжительности существования длительных и крупных дефицитов счета текущих операций	232
6.3. Объяснение различных эффектов в странах Европы с формирующимся рынком	240
6.4. Список эпизодов длительных крупных дисбалансов счета текущих операций	242
6.5. Анализ продолжительности и либерализация национального финансового сектора	243
6.6. Анализ продолжительности и риск внезапного и невнезапного завершения эпизода	244

Рисунки

1.1. Показатели мировой экономики	3
1.2. Текущие и перспективные индикаторы	4
1.3. Глобальная инфляция	5
1.4. Изменения во внешнеэкономическом секторе отдельных стран с развитой экономикой	6
1.5. Изменения во внешнеэкономическом секторе стран с формирующимся рынком и развивающихся стран	7
1.6. Изменения на развитых кредитных рынках	8
1.7. Показатели развитых финансовых рынков и рынков жилья	9
1.8. Финансовые условия в странах с формирующимся рынком	10
1.9. Индикаторы денежно-кредитной политики и ликвидности в некоторых развитых странах	23
1.10. Показатели разрыва между фактическим и потенциальным объемом производства и давления на производственные мощности	24
1.11. Перспективы развития мировой экономики	25
1.12. Факторы риска, угрожающие глобальным перспективам	31
1.13. Воздействие финансового шока на мировую экономику	32
1.14. Сальдо счетов текущих операций и чистые иностранные активы	34
1.15. Медианные значения ошибок прогнозирования во время глобальных рецессий и в другие периоды, 1991–2007 годы	42
1.16. Гистограммы ошибок прогнозирования, 1991–2007 годы	43
1.17. Вероятность глобальных рецессий	44
1.18. Примеры 90-процентных доверительных интервалов, основанных на ГМП	46
2.1. США. Трудности, переживаемые населением	52
2.2. Западная Европа. Замедление роста спроса и высокая инфляция	55
2.3. Япония. Насколько успешно экономика перенесет шок условий торговли	59
2.4. Страны Азии с формирующимся рынком. Обеспокоенность относительно инфляции сохраняется	66
2.5. Латинская Америка. Возвращение инфляции	70
2.6. Страны Европы с формирующимся рынком. Охлаждение кредитного бума?	71

2.7. Содружество Независимых Государств (СНГ). Политика в условиях бума цен на биржевые товары	74
2.8. Страны Африки к югу от Сахары. Выгоды и проблемы, связанные с высокими ценами на биржевые товары	77
2.9. Ближний Восток. Сдерживание инфляционного давления	81
3.1. Цены на биржевые товары в историческом контексте	87
3.2. Предельное изменение энергоемкости, запасов биржевых товаров и незадействованного нефтяного потенциала ОПЕК	88
3.3. Спрос на зерновые и нефть, производство и запасы в сопоставлении	89
3.4. Динамика предложения нефти	97
3.5. Тренды цен основных продовольственных товаров	99
3.6. Продолжительность и масштабы циклов динамики цен на продовольствие и нефть	102
3.7. Инфляция в мире	103
3.8. Изменения в международных и внутренних ценах на биржевые товары и общий уровень инфляции	104
3.9. Относительное значение продовольствия и энергоносителей	108
3.10. Денежно-кредитная и курсовая политика	109
3.11. Передача воздействия цен на биржевые товары	110
3.12. Изменения в ожидаемой инфляции, вызванные изменениями в фактической инфляции	111
3.13. Активность, процентные ставки и инфляция	113
3.14. Упрощенный пример развитой экономики при негативном и благоприятном шоках предложения	117
3.15. Упрощенный пример более уязвимой страны с формирующимся рынком при негативном и благоприятном шоках в области предложения	118
3.16. Потенциальные издержки отсрочки повышения процентных ставок	119
3.17. Цены на биржевые товары и нефть	121
3.18. Баланс на мировом рынке нефти и фьючерсные цены на нефть	122
3.19. События на рынках продовольствия и металлов	124
4.1. Финансовый стресс и сокращение производства	134
4.2. Индекс финансового стресса	138
4.3. Финансовый стресс и шоки	139
4.4. Вклад банковской сферы, рынка ценных бумаг и валютного рынка в текущий эпизод финансового стресса	140
4.5. Лаг между финансовым стрессом и спадами	142
4.6. Отдельные макроэкономические переменные во время спадов при отсутствии и наличии финансового стресса	143
4.7. Финансовый стресс, связанный с банковской сферой, снижение активности и рецессии	144
4.8. Стоимость капитала и рост банковских активов до и после эпизодов финансового стресса, связанного с банковской сферой	145
4.9. Отдельные макроэкономические переменные до и после эпизодов финансового стресса	146
4.10. Первоначальные условия эпизодов финансового стресса	147
4.11. Финансовый стресс и экономические спады. Учет влияния четырех основных шоков	149
4.12. Проциклический характер леввериджа в инвестиционных и коммерческих банках	150
4.13. Проциклический характер леввериджа в финансовых системах, основанных на независимости сторон	151
4.14. Финансовые системы, основанные на независимости сторон, рост ВВП и левверидж банков	152
4.15. Текущий эпизод финансового стресса в США и зоне евро в историческом контексте	154
5.1. Как часто и насколько быстро использовалось бюджетное стимулирование в странах Группы семи?	172
5.2. Насколько значительными были ответные меры налогово-бюджетной политики в странах Группы семи?	173
5.3. Насколько различались ответные меры налогово-бюджетной политики среди стран с развитой экономикой?	174

СОДЕРЖАНИЕ

5.4. Существует ли уклон в сторону ослабления политики в странах Группы семи во время спадов?	175
5.5. Реагировали ли страны Группы семи на ошибочно воспринимаемый спад?	176
5.6. Структура бюджетного стимула на фазе спада в странах с развитой экономикой и странах с формирующимся рынком	179
5.7. Ответные меры налогово-бюджетной политики в периоды спадов и подъемов	180
5.8. Макроэкономические показатели после спада при проведении бюджетного стимулирования и без него	182
5.9. Изменения роста реального ВВП и налогово-бюджетной политики при различных первоначальных условиях	184
5.10. Воздействие бюджетной экспансии в крупной экономике	187
5.11. Бюджетная экспансия в крупной экономике в сопоставлении с малой экономикой при адаптации денежно-кредитной политики	190
5.12. Воздействие бюджетной экспансии в малой экономике при реакции со стороны рыночной премии за риск	191
6.1. Характер различий в состоянии сальдо счетов текущих операций	205
6.2. Внешние балансы в разбивке по компонентам	209
6.3. Сальдо счета текущих операций, сбережений и инвестиций	214
6.4. Сбережения и инвестиции в разбивке по компонентам	215
6.5. Ускорение экономического роста	216
6.6. Кардинальное изменение состояния счета текущих операций в периоды кризиса	217
6.7. Сальдо счета текущих операций и прирост реального ВВП на душу населения	218
6.8. Характер изменений в финансовой сфере	219
6.9. Факторы, объясняющие состояние счета текущих операций в странах с формирующимся рынком в Европе и Азии	224
6.10. Факторы, объясняющие состояние счета текущих операций: результаты по субрегионам	226
6.11. Отклонения от предсказанных уровней эффективного обменного курса	227
6.12. Остаток сальдо счета текущих операций, отклонение реального эффективного обменного курса от предсказанного уровня и уровень резервов	228
6.13. Эпизоды длительных крупных дефицитов и профицитов счета текущих операций, 1960–2007 годы	229
6.14. Продолжительность существования крупных длительных дефицитов счета текущих операций, 1960–2007 годы	230
6.15. Функции выживаемости эпизодов дефицита	231
6.16. Предсказанная продолжительность и фактическая длительность продолжающихся эпизодов дефицита	233
6.17. Рентабельность корпораций и рост производительности	234

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 18 августа по 15 сентября 2008 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 промышленно развитых странах); что средняя цена на нефть составит 107,25 доллара США за баррель в 2008 году и 100,50 доллара США за баррель в 2009 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 3,2 процента в 2008 году и 3,1 процента в 2009 году; что трехмесячная ставка по депозитам в евро составит в среднем 4,8 процента в 2008 году и 4,2 процента в 2009 году; и что шестимесячная ставка по депозитам в японских йенах будет равна в среднем 1,0 процента в 2008 году и 1,2 процента в 2009 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 начало октября 2008 года включительно.

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

... данные отсутствуют или неприменимы;

— число равно нулю или пренебрежимо мало;

– 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.

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.
E-mail: weo@imf.org 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 (прежнее название — Департамент разработки и анализа политики), 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. На ранних стадиях при подготовке анализа были учтены мнения бывшего экономического советника и директора Исследовательского департамента Саймона Джонсона.

В числе основных участников подготовки этого доклада были Стефан Даннингер, Марк де Брек, Флоранс Жомотт, Анна Иванова, Роберто Кардарелли, Дэхен Ким, Майкл Кумхоф, Субир Лалл, Тим Лейн, Дэниел Ли, Даглас Лэкстон, Валери Мерсер-Блэкман, Джонатан Остри, Аласдэр Скотт, Свен Яри Стен, Ирина Тайтелл, Наталия Тамириса, Томас Хелблинг, Кевин Чэн, Стивен Шимански и Селим Элекдаг. Помощь в исследовательской работе оказали То Куан, Гавин Асдорян, То-Нху Дао, Стефани Денис, Иоан Карабенчев, Аннетт Киобе, Сусана Мурсула, Хаир Родригес, Беннетт Саттон, Эржумен Тулун, Элейн Хенсле, Патрик Хеттингер, Хойган Чен, Несе Эрбил и Анжела Эспириту. 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, Лора Леон, Патрисия Медина и Шила Томильосо Игасенца. В проекте также участвовали Стивен Барнетт, Рудольф Бемс, Онджей Каменик, Иринеу де Карвалью Филью, Стийн Классенс, Кевин Клинтон, Джули Козак, Дэвид Коуди, Люк Левен, Пракаш Лунгани, Дирк Муир, Джанни де Николо, Кришна Сринивасан, Эмил Ставрев и Стивен Токарик. В числе внешних консультантов были Джошуа Айзенман, Кристофер Мейсснер, Антонио Фатас и Юнь-Сун Шин. Линда Гриффин Кин из Департамента внешних связей редактировала рукопись и координировала подготовку публикации к печати. Помощь в редактировании оказывала Люси Скотт Моралес.

При подготовке анализа были учтены комментарии и предложения сотрудников других департаментов МВФ, а также исполнительных директоров после обсуждения ими доклада на заседаниях 17 и 19 сентября 2008 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.

Поскольку я пришел в МВФ совсем недавно, моя заслуга в подготовке этого выпуска «Перспектив развития мировой экономики» весьма невелика, о чем я сожалею. Как и предыдущие выпуски, это — замечательный документ, который дает читателю ясное представление о том, что происходит в мировой экономике. Хочу поблагодарить Саймона Джонсона, Чарльза Коллинза, Йорга Декрессина и их сотрудников за проделанную работу.

В главах 1 и 2 дается оценка состояния и развития мировой экономики, и подготовить эту оценку в этот раз было как никогда трудно. Под воздействием необычайного финансового шока и все еще высоких цен на энергоносители и биржевые товары, мировая экономика переживает быстрое снижение темпов роста, и многие страны с развитой экономикой близки к рецессии или уже вступают в фазу рецессии.

Развитие событий на финансовых рынках остается главной темой новостей в последние несколько недель. Кризис непервоклассных ипотек, разразившийся в 2007 году, теперь перерос в кредитный кризис, который серьезно дестабилизировал финансовые организации в США и Европе. Усиливающаяся обеспокоенность относительно платежеспособности ряда крупнейших финансовых организаций, базирующихся в США и Европе, привела глобальную финансовую систему на грань системного краха. Последствия для реальной экономики пока были ограниченными. Возможно, это отчасти объясняется тем, что возврат налогов в США способствовал поддержанию уровней потребления, тогда как прочные балансы и высокие уровни прибыли нефинансовых корпораций позволили фирмам использовать собственные средства вместо опоры на займы. Однако нельзя ожидать, что какой-либо из этих двух факторов будет сохранять еще долгое время. Доступ к кредитам за последние недели значительно ужесточился, что ставит под угрозу способность нефинансовых фирм и ряда стран с формирующимся рынком привлекать капитал. Официальные органы США и стран Европы приняли чрезвычайные меры, включая обеспечение огромного объема ликвидности, вмешательство с целью санации слабых организаций, предоставление гарантий и принятое недавно в США законодательство об использовании госу-

дарственных средств для покупки неблагополучных активов у банков. Тем не менее пока неясно, будет ли этих мер достаточно для того, чтобы стабилизировать рынки и укрепить доверие, и ситуация остается весьма неопределенной.

Это не единственный шок, сотрясающий мировую экономику. Цены на нефть и основные биржевые товары за последние месяцы достигли рекордно высоких уровней. В странах с развитой экономикой сочетание гибких уровней реальной заработной платы, надежного контроля над инфляционными ожиданиями и перспектив резкого снижения активности помогло ограничить рост базовой инфляции. Однако в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах последствия были намного более разрушительными. Уровни реальной заработной платы значительно снизились. Экспортеры нефти испытывают трудности в попытках сдержать происходящий перегрев экономики.

Заглядывая в будущее, необходимо оценить вероятный процесс распространения этих шоков по всей мировой экономике. Наши прогнозы исходят из трех основных допущений. Первое допущение состоит в том, что цены на биржевые товары и нефть, вероятно, стабилизируются, ослабив давление на инфляцию и расширив пространство для проведения политики экспансии, если в этом возникнет необходимость. Второе заключается в том, что снижение цен на жилье и уровня активности в США достигнет нижней точки в следующем году, после чего начнется подъем инвестиций в жилье. Третье допущение сводится к тому, что хотя доступ к кредиту будет оставаться ограниченным, в настоящее время закладываются элементы системного решения для преодоления финансового кризиса, которые позволят предотвратить дальнейшее ослабление финансового посредничества. Именно это сочетание факторов лежит в основе нашего прогноза о том, что в конце 2009 года начнется подъем мирового экономического роста, хотя он будет происходить очень медленно. Вместе с тем, уровень неопределенности сейчас выше, чем обычно, и риски ухудшения ситуации отнюдь не ничтожны.

Как обычно, в этом выпуске «Перспектив развития мировой экономики» также представлен

более углубленный анализ ряда актуальных вопросов. В главе 3 рассматривается угроза того, что недавний бум цен на биржевые товары подорвет достижения последних двух десятилетий в борьбе с инфляцией. Конечно, снижение некоторых цен, прежде всего цен на нефть, с середины июля отчасти ослабило это давление, но успокаиваться еще рано. Цены на биржевые товары в реальном выражении, вероятно, будут оставаться намного выше, чем в последние десятилетия, и будет необходимо покрыть этот сдвиг относительных цен, не вызвав при этом воздействий второго порядка на уровни цен и заработной платы. Эту задачу, вероятно, будет проще решить в странах с развитой экономикой, где увеличивающийся разрыв между производственной мощностью и выпуском продукции помогает сдерживать инфляционное давление. Кроме того, эти страны теперь потребляют намного меньше биржевых товаров на единицу продукции, чем в 1970-е годы, и обладают более гибкими рынками труда и сформировавшимися основами денежно-кредитной политики, которые в основном позволили поставить под контроль инфляционные ожидания. Вместе с тем, страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны более уязвимы к вторичным эффектам инфляции ввиду более высокой ресурсоемкости, менее развитых основ экономической политики и более быстрого экономического роста в этих странах. Во многих из этих стран эффекты второго порядка становятся все более заметными, и хотя замедление мирового роста и снижение цен на биржевые товары должны помочь вновь взять инфляцию под контроль, все еще имеется риск того, что сохраняющиеся чрезмерно высокие уровни инфляции подорвут с трудом завоеванную репутацию стран в борьбе с инфляцией, что потребует еще более жестких мер в будущем, чтобы «загнать джина обратно в бутылку».

В главе 4 рассматривается, несомненно, ключевая проблема для глобальной экономики: как повлияет текущий финансовый кризис на экономическую активность? Теперь совершенно ясно, что мы являемся свидетелями самого глубокого шока, затронувшего мировую финансовую систему со времени Великой депрессии, по крайней мере в США. Означает ли это, что мы обречены на спад производства, как произошло в 1930-е годы? Как показано в главе 4, исторические данные неоднозначны. За периодами финансового стресса не всегда следовала рецессия или даже снижение экономической активности. Вместе с тем, этот анализ также показывает, что когда финансовый стресс

причиняет серьезный ущерб банковской системе, как в текущем эпизоде, повышается вероятность тяжелого и продолжительного спада экономической активности. Это ясно видно из опыта многих стран, перенесших острые финансовые кризисы за последние десятилетия, например, стран Северной Европы и Японии. Кроме того, страны, финансовые системы которых в большей степени основаны на независимости сторон или рыночных принципах, представляются особенно уязвимыми к резкому сокращению активности в условиях финансового стресса. Это объясняется тем, что доли заемных средств в этих странах имеют тенденцию к большей процикличности — риски сокращения кредита в них выше. Означает ли это, что США, где преобладает рыночная финансовая система, ожидает глубокая рецессия? Не обязательно, поскольку, как показывает эта глава, другие факторы также имеют значение. Можно указать два благоприятных фактора для экономики США: быстрые и решительные действия Федеральной резервной системы по снижению ставок интервенции и устойчивое состояние сектора нефинансовых корпораций США. Низкая задолженность и высокие уровни прибыли помогают предприятиям США выдержать финансовый шторм. Вместе с тем, чем дольше будет продолжаться финансовый кризис, тем менее вероятно, что нефинансовые фирмы смогут и далее обеспечивать активный рост.

В главе 5 представлен новый взгляд на старую дискуссию о пользе налогового-бюджетной политики в качестве антициклического инструмента. Эта тема вновь стала актуальной ввиду замедления мирового экономического роста, а также из-за того, что потрясения на финансовых рынках поставили под вопрос действенность денежно-кредитной политики. Выводы анализа не очень утешительны для сторонников активной налогово-бюджетной политики: было установлено, что бюджетные мультипликаторы (воздействие дискреционного бюджетного стимула на производство) в целом весьма низки, а иногда даже действуют в нежелательном направлении, особенно в странах с высокими уровнями долга, где переход к политике бюджетной экспансии может вызвать сомнения в долгосрочной устойчивости долговой ситуации. Это не обязательно означает, что директивным органам следует отказаться от налогово-бюджетной политики как антициклического инструмента, но подчеркивает, что бюджетные инициативы, когда в них возникает потребность, должны быть адресными, чтобы добиться максимального эффекта в краткосрочной перспективе, не подрывая при

этом долгосрочных принципов надлежащей налогово-бюджетной политики.

Следует также рассмотреть, можно ли усилить роль налогово-бюджетной политики как макроэкономического стабилизатора путем совершенствования более широких параметров бюджета. Два варианта заслуживают внимания. Во-первых, имеется возможность того, что меры по повышению циклической чувствительности обычных налоговых и трансфертных программ могли бы усилить действие автоматических стабилизаторов. Например, щедрость систем страхования от безработицы могла бы автоматически повышаться в периоды, когда экономика переживает спад и становится труднее найти работу. Во-вторых, можно предпринять шаги по укреплению общей структуры управления в проведении налогово-бюджетной политики, тем самым снизив риск стимулов к накоплению задолженности благодаря тому, что смягчение налогово-бюджетной политики в периоды спада будет уравниваться ее ужесточением в периоды роста. За счет совершенствования управления можно укрепить доверие к политике и тем самым сделать бюджетный стимул более эффективным. Отдавая себе отчет в преимуществах и недостатках этих подходов, я полагаю, что их стоит рассмотреть.

Наконец, в главе 6 сделана попытка разгадать важную загадку: почему сальдо счета теку-

щих операций стран с формирующимся рынком настолько значительно различаются в последние годы: некоторые страны Азии с формирующимся рынком имеют значительный профицит, тогда как другие страны, особенно из числа стран Европы с формирующимся рынком, переживают очень крупный и продолжительный дефицит? На этот вопрос нет однозначного ответа, но в данной главе высказывается предположение, что важными факторами были быстрый процесс финансовой либерализации и повышения открытости счета операций с капиталом в странах Европы с формирующимся рынком, особенно в странах, быстро интегрирующихся в Европейский союз, и ориентация стран Азии с формирующимся рынком на накопление крупных объемов международных резервов в целях самострахования в период после Азиатского кризиса 1997–1998 годов. Остается неясным, будут ли и далее сохраняться тенденции, наблюдавшиеся в последний период. Несомненно, нестабильная глобальная ситуация создает трудности для стран со значительным дефицитом счета текущих операций и соизмеримо высокими потребностями во внешнем финансировании.

*Оливье Бланшар,
экономический советник и директор
Исследовательского департамента*

Мировая экономика вступает в период значительного спада в условиях самого опасного финансового шока на развитых финансовых рынках с 1930-х годов. Прогнозируется, что мировой рост существенно замедлится в 2008 году, и небольшой подъем начнется лишь позже в 2009 году. Инфляция достигла высокого уровня вследствие быстрого роста цен на биржевые товары, но в дальнейшем ожидается снижение инфляции. Ситуация характеризуется исключительной неопределенностью и сопряжена с существенными рисками снижения темпов роста. Ближайшая задача политики состоит в том, чтобы стабилизировать финансовые условия и при этом помочь странам преодолеть период низкой активности и удерживать инфляцию под контролем.

Мировая экономика испытывает стресс

После нескольких лет активного роста в мировой экономике происходит быстрое снижение темпов роста (главы 1 и 2). Сильное давление необычайного финансового шока и все еще высоких цен на энергоносители и другие биржевые товары сказалось на уровне глобальной активности. Многие страны с развитой экономикой близки к рецессии или уже вступают в период рецессии; в странах с формирующимся рынком также происходит снижение темпов роста.

Финансовый кризис, который начался с краха рынка непервоклассных ипотечных кредитов США в августе 2007 года, еще более углубился за последние шесть месяцев и в сентябре вступил в бурную новую фазу. Его воздействие ощущается во всей глобальной финансовой системе, в том числе все в большей степени в странах с формирующимся рынком. Усиливающаяся обеспокоенность относительно платежеспособности фирм привела к принятию экстренных мер по разрешению финансовых проблем ряда крупнейших финансовых организаций США и Европы и сильно пошатнула уверенность. В ответ органы регулирования США и Европы приняли чрезвычайные меры по стабилизации рынков, включая крупномасштабное предоставление ликвидности, незамедлительное вмешательство с целью санации слабых учреждений, увеличение лимита страхования вкладов и недавно принятое в США законодательство об ис-

пользовании государственных средств для покупки неблагополучных активов у банков. Вместе с тем, на момент подготовки настоящего доклада в печать ситуация остается очень неопределенной.

В то же время, в результате сочетания быстрого роста цен на продовольствие и топливо, продолжающегося с 2004 года, и ужесточающихся ограничений производственных мощностей инфляция достигла самых высоких уровней за прошедшее десятилетие. Как рассматривается в главе 3, потребительские цены особенно сильно повысились в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах. Это ускорение темпов инфляции объясняется значительным весом продовольствия в потребительских корзинах, все еще весьма высокими темпами экономического роста и менее действенным контролем за инфляционными ожиданиями. Следует отметить, что в странах, принявших режим таргетирования инфляции, ситуация в целом была более благополучной. В странах с развитой экономикой повышение цен на нефть подняло общий уровень инфляции, но давление на базовую инфляцию, как представляется, остается под контролем.

Ухудшению показателей глобальной экономики в последний период предшествовал длительный период роста, опиравшегося на усиливающуюся интеграцию стран с формирующимся рынком и развивающихся стран в глобальную экономику. Вместе с тем, оглядываясь назад, можно предположить, что либеральная макроэкономическая политика и политика в области регулирования позволили глобальной экономике превысить «ограничение скорости» и могли способствовать нарастанию дисбалансов на финансовых рынках и рынках жилья и биржевых товаров. В то же время, недостатки в функционировании рынков и в экономической политике воспрепятствовали эффективной работе балансирующих механизмов и создали возможности для нарастания стресса на рынках.

Признаков подъема еще не наблюдается, и когда он наступит, вероятно, будет постепенным

В предстоящий период финансовые условия, вероятно, будут оставаться очень сложными, что ограничит перспективы мирового роста. В базис-

ных прогнозах предполагается, что меры, принимаемые органами регулирования США и стран Европы, позволят стабилизировать финансовые условия и избежать дальнейших системных сбоев. Тем не менее, даже в случае успешной реализации плана США по выводу неблагополучных активов из банковских балансов, вероятно, еще некоторое время будут сохраняться представления об исключительно высоком уровне контрагентского риска, что будет сдерживать возврат к условиям большей ликвидности на основных финансовых рынках. Кроме того, очень высока вероятность дальнейших убытков по кредитам по мере снижения мировых темпов экономического роста. В этой ситуации способность финансовых учреждений привлекать новый капитал будет оставаться весьма ограниченной. Соответственно, как отмечается в октябрьском выпуске «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности» 2008 года, необходимое сокращение доли заемных средств, вероятно, будет оставаться длительным процессом, из чего следует, что ограничения темпов кредитной эмиссии, а также уровней активности, сохранятся по крайней мере до конца 2009 года.

Тем не менее, ожидается, что благодаря ряду факторов будет заложена основа для постепенного подъема позднее в 2009 году.

- По прогнозу, цены на биржевые товары стабилизируются, хотя и на самом высоком уровне за 20 лет. Неблагоприятные изменения условий торговли из-за повышения цен на нефть более чем на 50 процентов в 2008 году должны начать сокращаться в 2009 году, что будет способствовать росту потребления в странах-импортерах нефти.
- Ожидается, что в предстоящем году жилищный сектор США наконец достигнет нижней точки спада, что устранил сильный сдерживающий фактор для экономического роста, действующий с 2006 года. Последующая стабилизация цен на жилье должна помочь ограничить убытки финансового сектора, связанные с ипотекой, а недавнее государственное вмешательство в функционирование двух предприятий, спонсируемых государством, Fannie Mae и Freddie Mac, должно способствовать сохранению доступа жилищного сектора к кредиту. Хотя в других странах с развитой экономикой цикл рынка жилья и соответствующая корректировка, возможно, будут следовать с отставанием, общие последствия финансового кризиса в этих странах будут ощущаться весьма остро.

- Несмотря на снижение оборотов экономического роста в странах с формирующимся рынком, все еще ожидается, что эти страны будут фактором устойчивости благодаря быстрому росту производительности и укреплению основ экономической политики. Разумеется, чем дольше будет продолжаться кризис, тем больше вероятность, что он затронет и эти страны.

На этом фоне, базисные прогнозы роста были существенно снижены по сравнению с Бюллетенем ПРМЭ за июль 2008 года. На среднегодовой основе ожидается снижение темпов мирового роста с 5,0 процента в 2007 году до 3,9 процента в 2008 году и 3,0 процента в 2009 году, самого низкого уровня с 2002 года. Страны с развитой экономикой будут переживать рецессию или будут близки к рецессии во второй половине 2008 года и начале 2009 года, а ожидаемый позднее в 2009 году подъем будет носить исключительно постепенный характер по сравнению с прошлыми эпизодами. В большинстве стран с формирующимся рынком и развивающихся стран рост снизится ниже тренда. В области инфляции ожидается, что сочетание роста незадействованных мощностей и стабилизации цен на биржевые товары будет сдерживать темпы повышения цен; в результате в странах с развитой экономикой уровень инфляции вновь опустится ниже 2 процентов в 2009 году. В странах с формирующимся рынком и развивающихся странах инфляция будет снижаться постепенно вследствие продолжающегося отражения недавних повышений цен на биржевые товары в ценах для потребителей.

Имеются существенные риски снижения темпов роста, предусмотренных в этом базисном прогнозе. Основной риск сопряжен с двумя взаимосвязанными потенциальными финансовыми проблемами: уровень финансового стресса может оставаться очень высоким, а ограничения доступа к кредиту вследствие сокращения доли заемных средств в балансах могут оказаться более глубокими и продолжительными, чем предусматривается в базисном прогнозе. Кроме того, ухудшение конъюнктуры на рынке США может быть более значительным и более продолжительным, чем прогнозируется, тогда как на европейских рынках жилья может произойти более широкий спад активности. Риски инфляции для экономического роста теперь более сбалансированы, поскольку цены на биржевые товары понизились в результате снижения активности в глобальной экономике. В то же время, потенциальные нарушения потоков капитала и опасность усиления протекционизма создают дополнительные риски для экономического подъема.

Связи между финансовым стрессом и экономическими спадами анализируются в главе 4, где опыт последнего времени сопоставляется с предыдущими эпизодами. Этот анализ указывает на то, что финансовый стресс, берущий свое начало в банковском секторе, как правило, оказывает более негативное воздействие на экономику, чем стресс на фондовых рынках или в валютной сфере, и что это воздействие, возможно, усугубилось в результате перехода к более широкому использованию принципа независимости сторон в финансовом посредничестве. Представляется, что исходные условия влияют на конечные результаты. Так, относительно прочные балансы нефинансовых корпораций в США и Западной Европе на начало текущего спада способствуют сохранению устойчивости, но в случае длительного периода финансового стресса эти балансы подвергнутся риску.

В главе 6 выражена обеспокоенность относительно перспектив стран, продолжительное время имеющих значительный дефицит счета текущих операций. Эти проблемы могут стать особенно актуальными, по мере того как в результате глобального сокращения доли заемных средств будет уменьшаться доступ стран с формирующимся рынком к внешнему финансированию. В этом анализе сделана попытка объяснить значительные расхождения в динамике счета текущих операций между странами с формирующимся рынком, и устанавливается связь между значительным дефицитом в европейских странах с формирующимся рынком и либерализацией счета операций с капиталом, финансовыми реформами и возможностями, создаваемыми в результате экономической конвергенции стран Европы. Вместе с тем, устойчивое состояние значительного дефицита может внезапно закончиться — такой риск особенно высок при негибком валютном режиме. Действительно, многие страны, имеющие большой дефицит счета текущих операций, уже подверглись значительно более сильному воздействию потрясений на финансовых рынках по сравнению со странами, имеющими небольшой дефицит счета текущих операций или профицит.

Директивные органы «меж двух огней»

Перед директивными органами во всем мире сегодня стоит чрезвычайно сложная задача: стабилизировать финансовые условия, одновременно поддерживая экономику своих стран в период замедленного роста и сдерживая инфляцию. В текущей ситуации особую значимость обретают

многосторонние усилия, в том числе инициативы, призванные преодолеть финансовые потрясения, смягчить ограничения предложения на рынках биржевых товаров и оказать поддержку странам с низкими доходами, обремененным высокими затратами на импорт продовольствия.

Власти стран активно осуществляют меры политики, направленные на стабилизацию финансовых условий. Для выполнения этой сложнейшей задачи потребуются комплексные меры, ориентированные на решение системных проблем: урегулирование неблагополучных активов, содействие восстановлению банковского капитала и нормализации состояния ликвидности на рынках финансирования; при этом необходимо помнить об интересах налогоплательщиков и соображениях морального риска. Национальные стратегии должны координироваться на международном уровне с целью решения общих проблем и предотвращения негативных трансграничных стимулов.

Инициатива США по покупке активов, связанных с недвижимостью, должна помочь со временем уменьшить давление проблемных активов на банки и тем самым способствовать восстановлению стабильных источников финансирования и уверенности. Вместе с тем, государственные средства, вероятно, потребуются также для помощи банкам в пополнении их капитальной базы. В Западной Европе для возрождения уверенности теперь необходимо продемонстрировать решительную приверженность согласованным и скоординированным действиям, призванным способствовать своевременному признанию неблагополучных активов и рекапитализации банков. Одна из главных задач состоит в разработке соглашений о сотрудничестве, адаптируемых к широкому кругу ситуаций, в том числе для урегулирования стресса в крупных трансграничных учреждениях и обеспечения согласованности подходов к расширению страхования вкладов.

В странах с развитой экономикой следует ориентировать макроэкономическую политику на поддержку активности, тем самым помогая разорвать негативную обратную связь между условиями в реальном и финансовом секторах, не упуская при этом из виду риски инфляции.

- Быстро снижающаяся активность и увеличивающиеся разрывы между производственной мощностью и выпуском продукции должны способствовать сдерживанию инфляции. Снижающееся инфляционное давление и ухудшающиеся экономические перспективы в некоторых случаях уже создают возможности для

смягчения денежно-кредитной политики, в частности в зоне евро и Соединенном Королевстве, где уровень краткосрочных процентных ставок весьма высок.

- В области налогово-бюджетной политики автоматические стабилизаторы играют полезную роль в амортизации шоков для экономической активности, и следует допустить их свободное функционирование, при условии что траектории корректировки не противоречат сохранению долгосрочной устойчивости. Дискреционный бюджетный стимул может обеспечить поддержку экономического роста, в случае если риски снижения темпов роста материализуются, при условии что такой стимул предоставляется своевременно, носит адресный характер и не подрывает устойчивости государственных финансов. В существующих условиях следует использовать имеющиеся бюджетные возможности для поддержки стабилизации финансового и жилищного секторов по мере необходимости, а не для предоставления более недифференцированного стимула. Со временем необходимо будет внести компенсирующие корректировки в налогово-бюджетную политику, чтобы обеспечить достижение целей среднесрочной консолидации.

Приоритеты макроэкономической политики в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах существенно различаются, поскольку директивные органы стремятся сбалансировать соображения экономического роста и рисков инфляции.

- Во все большем числе стран на первый план в балансе рисков вышла обеспокоенность относительно снижения активности, по мере того как ухудшаются внешние условия и общий уровень инфляции начинает снижаться. Этот сдвиг мог бы послужить основанием прекратить цикл ужесточения денежно-кредитной политики, особенно в тех странах, где цены на биржевые товары оказывают лишь ограниченное воздействие второго порядка на инфляцию, и в случае дальнейшего ухудшения перспектив были бы оправданы меры по смягчению политики. В условиях резкого оттока капитала странам будет необходимо быстро реагировать на изменения, чтобы поддерживать достаточную ликвидность, используя обменный курс для частичной нейтрализации давления. Кроме того, им следует активизировать работу по укреплению потенциала для предотвращения, урегулирования и преодоления финансового стресса, в том числе посредством планирования на случай непредвиденных обстоятельств.

- Вместе с тем, в ряде других стран инфляционное давление все еще вызывает обеспокоенность ввиду резкого повышения цен на продовольствие, продолжающегося активного экономического роста, ужесточения ограничений, обусловленных предложением, и ускорения роста заработной платы, прежде всего в государственном секторе. Хотя некоторое снижение международных цен на биржевые товары в последнее время может отчасти ослабить это давление, достижения последних лет в снижении инфляции оказались под угрозой; если доверие будет подорвано, его восстановление потребует больших затрат времени и средств. В этих странах все еще может быть целесообразно дополнительно ужесточить денежно-кредитную политику.
- Страны с жестко регулируемым валютным режимом сталкиваются с серьезными трудностями. Более гибкие обменные курсы помогли бы сдерживать инфляционное давление, открывая более широкие возможности для корректировки денежно-кредитной политики и обеспечивая более широкое пространство для маневра в случае оттока капитала. Разумеется, при выборе валютного режима учитываются и другие соображения, в том числе, например, уровень развития финансовой системы и диверсификации экспортной базы.
- Налогово-бюджетная политика может играть поддерживающую роль в макроэкономическом управлении. Большее ограничение бюджетных расходов помогло бы снизить инфляционное давление в ряде стран, все еще испытывающих проблемы перегрева экономики. Это особенно важно для стран с фиксированными обменными курсами, имеющих дефицит счета текущих операций. В странах-экспортерах нефти, чьи валютные курсы привязаны к доллару США, можно ориентировать расходы на преодоление узких мест в области предложения. Хотя страны с формирующимся рынком сейчас располагают лучшими возможностями, чем в прошлом, для использования контрциклической налогово-бюджетной политики в случае ухудшения их экономических перспектив, анализ в главе 5 предостерегает, что такие меры едва ли возымеют эффект, если не обеспечена твердая уверенность в устойчивости системы и меры не являются своевременными и адресными. В более общем плане, недифференцированные субсидии на продовольствие и топливо обходятся все дороже и по своей сути неэффективны. Предпочтительным вариантом являются адресные программы, помогающие малоимущим семьям оплачивать растущие прожиточные расходы.

Основы политики нуждаются в реформировании

Ухудшающиеся показатели глобальной экономики вызывают обеспокоенность относительно выбора основ макроэкономической политики и обоснованности мер политики, затрагивающих финансовые рынки и рынки биржевых товаров.

Реализация принципа «действий наперекор существующей тенденции»

Ввиду сложившейся исключительной ситуации растет заинтересованность в разработке политики, более соответствующей цели предотвращения резкого роста и падения цен на активы, в том числе посредством принятия более решительных мер в периоды бума. Один из перспективных подходов мог бы заключаться в привнесении в основу регулирования макропруденциальной составляющей в противовес объективной проциклическости кредитной эмиссии. Можно также рассмотреть вариант расширения основ денежно-кредитной политики с «действиями наперекор существующей тенденции» в изменении цен активов, особенно когда эти изменения происходят быстро или представляется, что они приводят к серьезному отклонению цен от уровня, соответствующего экономическим детерминантам, хотя в связи с этим возникают сложные вопросы.

Кроме того, возросла заинтересованность в укреплении доверия к основам налогово-бюджетной политики и тем самым повышении эффективности налогово-бюджетной политики как контрциклического инструмента. Политэкономические параметры, способствующие краткосрочному характеру принятия решений, остаются «ахиллесовой пятой» активной налогово-бюджетной политики. Как следствие, многие страны в периоды процветания не создают возможности для применения эффективных дискреционных стимулов во времена спада или испытывают трудности в решении проблем долгосрочной устойчивости государственных финансов. В главе 5 высказывается предположение, что переход к политике, в большей степени основанной на правилах, по аналогии с ограниченной дискреционностью денежно-кредитной политики, и более действенные механизмы бюджетного управления, которые можно наблюдать во все большем числе стран, могли бы повысить эффективность налогово-бюджетной политики для противодействия спадам.

Устранение пробелов в инфраструктуре регулирования и надзора

Наряду с мерами в отношении непосредственных угроз для системы в целом, организуются решительные действия по устранению многочисленных недостатков, выявленных в результате текущей нестабильности финансовых рынков. Как разъясняется в октябрьском выпуске «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности» 2008 года, одна из главных целей состоит в обеспечении более эффективного и надежного управления риском в отдельных учреждениях, в том числе путем установления более действенных норм по уровню капитала и требований более надежной практики управления ликвидностью и более полного раскрытия информации о рисках по балансовым и забалансовым операциям. Другой важной задачей является укрепление систем урегулирования кризисов.

Кроме того, происходящие финансовые потрясения показали, что национальные системы обеспечения финансовой стабильности отстают от инноваций на финансовых рынках и их глобализации, что вызывает негативные трансграничные вторичные эффекты. Необходимы более тесные трансграничные координация и сотрудничество между национальными пруденциальными органами, особенно в предотвращении, регулировании и преодолении финансового стресса как на рынках, так и в основных финансовых учреждениях.

Содействие энергосбережению и увеличению предложения нефти и продовольствия

Снижение цен на биржевые товары за последний период — не повод ослаблять работу по снятию напряженности на рынках биржевых товаров. Нет существенных конкретных свидетельств того, что повышение интереса инвесторов к биржевым товарам как альтернативному виду активов или прямая спекуляция оказали систематическое или долговременное воздействие на цены. Вместе с тем, сочетание необычно резких перемен настроений участников рынка и большей ликвидности финансовых рынков, возможно, в некоторых случаях влияло на краткосрочную динамику цен. С учетом этого следует сделать акцент на политику, призванную стимулировать более сбалансированное соотношение спроса и предложения в более долгосрочной перспективе, и избегать мер, которые могли бы усугубить напряженность на рынке в краткосрочной перспективе. Такая политика

могла бы включать большее отражение изменений международных цен в ценах внутреннего рынка и рост энергосбережения. Снижение субсидий на биотопливо в странах с развитой экономикой также могло бы уменьшить краткосрочное давление на цены на продовольствие. В целом, приоритетной задачей следует считать более эффективную корректировку предложения с учетом повышения цен. В ближайший же период усиление поддержки донорами беднейших стран имеет важнейшее значение для решения гуманитарных проблем, вызванных быстрым ростом цен на продовольствие.

Корректировка глобальных дисбалансов

Быстрый рост цен на биржевые товары привел к дальнейшему усилению глобальных дисбалансов, с увеличением профицита счета текущих операций в экспортерах нефти и дефицита — в импортерах нефти. Разумеется, намерение экспортеров сберечь часть дополнительных доходов является разумным: сопутствующее «рециклирование» финансирования из стран, имеющих профицит, в страны с дефицитом на сегодняшний день приносит хорошие результаты. В то же время, дефицит США без учета нефти существенно уменьшился, отчасти благодаря тому, что курс валюты США вновь снизился до уровня, более близкого к реальному эффективному курсу, в целом соответствующему среднесрочному равновесию. Вместе с тем, снижение курса доллара США в основном происходило относительно евро и некоторых других гибко регулируемых валют.

Многосторонняя стратегия, утвержденная Международным валютно-финансовым комитетом в 2005 году и получившая дальнейшее развитие в ходе многосторонних консультаций по глобальным дисбалансам в 2006 и 2007 годах, остается актуальной, но ее необходимо применять гибко. Бюджетная консолидация в США остает-

ся одной из основных среднесрочных целей, но недавний контрциклический бюджетный стимул и государственная поддержка с целью стабилизации финансовых учреждений являются обоснованными мерами. Дальнейшее повышение эффективного курса юаня способствовало бы реализации более широкой стратегии Китая по усилению роли внутреннего спроса как источника экономического роста и повышению действенности денежно-кредитной политики. Более медленный рост расходов в ближневосточных странах-экспортерах нефти, а также усиление внимания к устранению узких мест в области предложения помогли бы снизить перегрев экономики в этих странах. В то же время, в зоне евро и Японии реформы рынков товаров и труда позволили бы повысить потенциальные темпы роста.

Наконец, усиливающееся протекционистское давление в отношении как торговли, так и потоков капитала отражает тревожный риск для перспектив подъема. Преодоление сложившейся тупиковой ситуации на Дохском раунде переговоров помогло бы укрепить открытую систему многосторонней торговли, важную опору активного мирового роста в последние годы. В то же время, продолжается рост суверенных фондов накопления богатства (СФБ) как инвестиционных механизмов стран, имеющих профицит. Согласованный недавно СФБ свод принципов и практики руководства, инвестиций и управления риском («принципы Сантьяго») поможет снизить обеспокоенность относительно таких фондов, которая могла бы приводить к непродуктивным ограничениям на такие притоки. Кроме того, руководящие принципы для стран-получателей, разрабатываемые Организацией экономического сотрудничества и развития, помогли бы гарантировать СФБ доступ к рынкам на справедливой, прозрачной и открытой основе.

В мировой экономике начинается серьезный спад в условиях самого опасного финансового шока на развитых финансовых рынках с 1930-х годов. В условиях этой исключительной неопределенности прогнозы роста мировой экономики на 2009 год были снижены до 3 процентов, самых медленных темпов с 2002 года. Многие страны с развитой экономикой сегодня переживают рецессию или близки к ней, и хотя в 2009 году, согласно прогнозам, постепенно начнется подъем, оживление будет необычно медленным, его будет сдерживать продолжающееся сокращение доли заемных средств на финансовом рынке. В этих условиях возросшие темпы общей инфляции должны быстро снизиться при условии, что цены на нефть останутся на текущем уровне или упадут. Активность снижается также в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах, во многих случаях их темпы роста намного ниже тренда, хотя некоторые страны по-прежнему сталкиваются со значительным инфляционным давлением даже при более стабильных ценах на биржевые товары. Безотлагательной задачей политики является стабилизация мировых финансовых рынков при одновременной бережной поддержке экономики в период спада и сохранении контроля над инфляцией. В более долгосрочном плане директивные органы будут стремиться восстановить прочную основу финансового посредничества и рассмотрят методы снижения проциклических тенденций мировой экономики и увеличить гибкость реагирования предложения и спроса на рынках биржевых товаров.

Настоящая глава начинается с обзора мировой экономики, находящейся в состоянии стресса. Затем более подробно рассматривается расширяющийся финансовый кризис и его макроэкономические последствия, а также дисбалансы на рынках жилья и биржевых товаров. Этот анализ является основой для обсуждения перспектив развития и рисков. В заключительной части главы рассматриваются задачи экономической политики. Тенденции и проблемы экономической политики в каждом из основных регионов мира более подробно рассматриваются в главе 2.

Мировая экономика в состоянии стресса

На протяжении четырех лет, вплоть до лета 2007 года, мировая экономика активно росла. Мировой ВВП увеличивался в среднем примерно на пять процентов в год — самыми высокими устойчивыми темпами с начала 1970-х годов. Примерно на три четверти этот рост (измеряемый на основе паритета покупательной способности) обеспечивался за счет быстрого роста экономики стран с формирующимся рынком и развивающихся стран (таблица 1.1 и рис. 1.1), имеющего широкую базу. Инфляция оставалась в целом умеренной, несмотря на некоторое повышательное смещение.

В последний год мировая экономика испытывала воздействие углубляющегося кризиса на финансовых рынках, серьезной коррекции на рынках жилья некоторых стран с развитой экономикой и всплеска цена на биржевые товары. Более того, финансовый кризис, который разразился в августе 2007 года после краха рынка непервоклассных ипотек США, в сентябре 2008 года вступил в новую бурную фазу, которая серьезно подорвала уверенность в глобальных финансовых институтах и рынках. Наиболее драматичным было то обстоятельство, что растущие опасения по поводу платежеспособности вызвали каскад банкротств, вынужденных слияний и актов вмешательства государства в США и Западной Европе, который привел к коренному изменению финансового ландшафта. Более того, межбанковские рынки были практически парализованы, поскольку доверие к контрагентам рассеялось. Официальные органы США и Европы отреагировали быстро, объявив о далеко идущих мерах, направленных на поддержку важнейших организаций, стабилизацию рынков, укрепление доверия, но на момент отправки настоящего доклада в печать рынки остаются весьма нестабильными и волатильными.

Во все более сложных условиях мировая экономика существенно замедлила рост. За период с четвертого квартала 2007 года по второй квартал 2008 года общие темпы роста стран с развитой экономикой составили всего один процент в годовом выражении по сравнению с 2½ процента в первые три квартала 2007 года. Экономика США больше всех пострадала от прямых последствий финансового кризиса, возникшего на ее собствен-

Таблица 1.1. Общий обзор прогнозов «Перспектив развития мировой экономики»
(Процентное изменение, если не указано иное)

	По сравнению с предыдущим годом						IV кв. по сравнению с IV кв.		
	2006	2007	Прогнозы		Отличие от прогнозов ПРМЭ июля 2008 года		Оценки 2007	Прогнозы	
			2008	2009	2008	2009		2008	2009
Мировой объем производства¹	5,1	5,0	3,9	3,0	-0,2	-0,9	4,8	2,8	3,2
Страны с развитой экономикой	3,0	2,6	1,5	0,5	-0,2	-0,9	2,6	0,7	1,0
США	2,8	2,0	1,6	0,1	0,3	-0,7	2,3	0,8	0,4
Зона евро	2,8	2,6	1,3	0,2	-0,4	-1,0	2,1	0,4	0,6
Германия	3,0	2,5	1,8	—	-0,2	-1,0	1,7	0,7	0,6
Франция	2,2	2,2	0,8	0,2	-0,8	-1,2	2,2	-0,1	0,8
Италия	1,8	1,5	-0,1	-0,2	-0,6	-0,7	0,1	-0,1	0,2
Испания	3,9	3,7	1,4	-0,2	-0,4	-1,4	3,2	0,1	0,1
Япония	2,4	2,1	0,7	0,5	-0,8	-1,0	1,4	0,2	0,9
Соединенное Королевство	2,8	3,0	1,0	-0,1	-0,8	-1,8	2,9	-0,3	0,7
Канада	3,1	2,7	0,7	1,2	-0,3	-0,7	2,8	0,3	1,7
Другие страны с развитой экономикой	4,5	4,7	3,1	2,5	-0,2	-0,8	5,0	2,0	3,7
Новые индустриальные страны Азии	5,6	5,6	4,0	3,2	-0,2	-1,1	6,1	2,6	5,4
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны ²	7,9	8,0	6,9	6,1	—	-0,6	8,5	6,1	6,5
Африка	6,1	6,3	5,9	6,0	-0,5	-0,4	...	...	...
Страны Африки к югу от Сахары	6,6	6,9	6,1	6,3	-0,5	-0,5	...	...	...
Центральная и Восточная Европа	6,7	5,7	4,5	3,4	-0,1	-1,1	...	...	...
Содружество Независимых Государств	8,2	8,6	7,2	5,7	-0,6	-1,5	...	...	...
Россия	7,4	8,1	7,0	5,5	-0,7	-1,8	9,5	5,9	5,8
Кроме России	10,2	9,8	7,6	6,2	-0,2	-0,8	...	...	...
Развивающиеся страны Азии	9,9	10,0	8,4	7,7	—	-0,7	...	...	...
Китай	11,6	11,9	9,7	9,3	—	-0,5	11,3	9,2	9,4
Индия	9,8	9,3	7,9	6,9	-0,1	-1,1	8,9	7,2	6,9
АСЕАН-5	5,7	6,3	5,5	4,9	-0,1	-1,0	6,6	4,7	5,7
Ближний Восток	5,7	5,9	6,4	5,9	0,2	-0,1	...	...	...
Западное полушарие	5,5	5,6	4,6	3,2	0,1	-0,4	...	...	...
Бразилия	3,8	5,4	5,2	3,5	0,3	-0,5	6,2	3,9	3,7
Мексика	4,9	3,2	2,1	1,8	-0,3	-0,6	4,2	0,9	2,4
<i>Для справки:</i>									
Европейский союз	3,3	3,1	1,7	0,6	-0,4	-1,1	...	...	...
Темпы роста в мире, рассчитанные на основе рыночных обменных курсов	3,9	3,7	2,7	1,9	-0,2	-0,8	...	...	...
Объем мировой торговли (товары и услуги)	9,3	7,2	4,9	4,1	-1,2	-1,9	...	...	...
Импорт									
Страны с развитой экономикой	7,5	4,5	1,9	1,1	-1,6	-2,3	...	...	...
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	14,7	14,2	11,7	10,5	-0,7	-1,1	...	...	...
Экспорт									
Страны с развитой экономикой	8,4	5,9	4,3	2,5	-0,7	-1,8	...	...	...
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	11,0	9,5	6,3	7,4	-2,0	-1,7	...	...	...
Цены на биржевые товары (в долларах США)									
Нефть ³	20,5	10,7	50,8	-6,3	-13,0	-13,6	...	...	...
Нетопливные товары (среднее значение на весов в мировом экспорте биржевых товаров)	23,2	14,1	13,3	-6,2	-1,3	-1,0	...	...	...
Потребительские цены									
Страны с развитой экономикой	2,4	2,2	3,6	2,0	0,2	-0,3	3,0	3,3	1,7
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны ²	5,4	6,4	9,4	7,8	0,3	0,4	6,7	7,9	6,2
ЛИБОР (в процентах)⁴									
По депозитам в долларах США	5,3	5,3	3,2	3,1	0,4	-0,5	...	...	...
По депозитам в евро	3,1	4,3	4,8	4,2	-0,2	-1,1	...	...	...
По депозитам в японских йенах	0,4	0,9	1,0	1,2	-0,1	-0,3	...	...	...

Примечание. Предполагается, что реальные эффективные обменные курсы остаются неизменными на уровнях, существовавших 18 августа – 15 сентября 2008 года.

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

²Квартальные оценки и прогнозы отражают примерно 76 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 71,13 доллара в 2007 году; предполагаемая цена, основанная на фьючерсных рынках, составляет 107,25 доллара в 2008 году и 100,50 доллара в 2009 году.

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

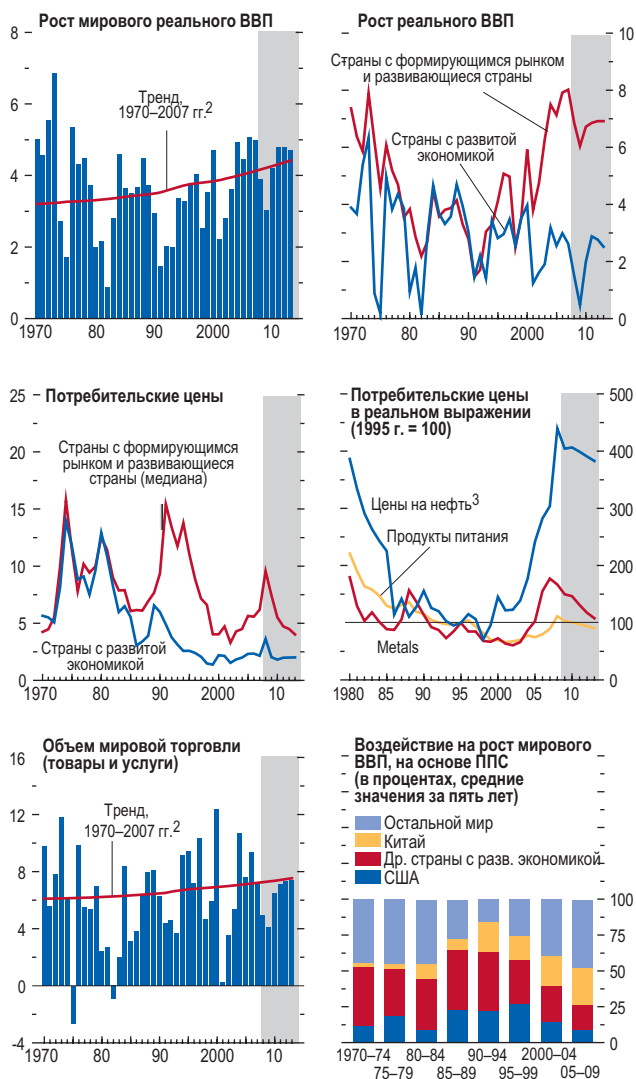
ном рынке непервоклассных ипотек, который привел к ужесточению условий кредитования и увеличил масштаб корректировки на рынке жилья, происходившей с 2006 года. Решительное смягчение политики Федеральной резервной системой (ФРС), своевременный пакет налогово-бюджетных стимулов и высокие показатели экспорта на фоне ослабления доллара США позволили смягчить эти удары, однако с четвертого квартала 2007 года темпы роста экономики по-прежнему составляют в среднем всего 1¼ процента. Активность в Западной Европе также ощутимо замедлилась, чему способствовали повышение цен на нефть, ужесточение условий доступа к кредиту, спад на рынке жилья некоторых стран, замедление роста в США и повышение курса евро. Экономика Японии сначала демонстрировала большую устойчивость, но недавно произошло замедление роста экспорта, а ухудшение условий торговли сказалось на внутреннем рынке.

Имеющиеся данные за третий квартал и опережающие индикаторы показывают, что спад в странах с развитой экономикой продолжает углубляться (рис. 1.2). Более того, показатели уверенности предпринимателей и потребителей в США и зоне евро в настоящее время близки к рекордно низким уровням, наблюдавшимся во время рецессии 2001–2002 годов.

Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны не изолированы от этого спада. Рост в этих странах снизился с 8 процентов в первые три квартала 2007 года до 7½ процента в последующие три квартала, когда динамика внутреннего спроса (особенно инвестиций предприятий) и чистого экспорта замедлилась. Более того, недавние индикаторы торговли и деловой активности указывают на продолжающееся снижение темпов. Рост наиболее устойчив в странах-экспортерах биржевых товаров, которым благоприятствуют все еще высокие экспортные цены. Страны с наиболее тесными торговыми связями с США и Европой, напротив, заметно снижают рост, тогда как некоторые страны, использовавшие для финансирования крупных дефицитов счета текущих операций приток банковских средств или портфельных инвестиций, серьезно пострадали в результате резкого ограничения внешнего финансирования. По сравнению с предыдущими эпизодами финансовой нестабильности страны с формирующимся рынком в целом до настоящего времени лучше сохраняли доступ к рынку, что объясняется улучшениями в основах экономической политики и укреплением балансов государственного сектора.

Рисунок 1.1. Показатели мировой экономики¹
(Годовое процентное изменение, если не указано иное)

После четырех лет устойчивого роста мировой экономики наметилось резкое замедление, прежде всего в странах с развитой экономикой. В то же время темпы инфляции достигли самых высоких значений за десятилетие, чему способствовал быстрый рост потребительских цен.



Источник: оценки персонала МВФ.

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

² Средние 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.

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

Рисунок 1.2. Текущие и перспективные индикаторы

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

Внутренний спрос в странах с развитой экономикой заметно снизился, а показатели уверенности предпринимателей и потребителей свидетельствуют о вероятности дальнейшего замедления. Страны с формирующимся рынком не остались изолированы от этих тенденций и также испытали сокращение промышленного производства на фоне замедления мировой торговли.



Источники: для индекса объема торговли СРВ — CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, для всех остальных стран — NTC Economics и Haver Analytics.
¹ Австралия, Дания, зона евро, Канада, Новая Зеландия, Норвегия, Соединенное Королевство, Соединенные Штаты Америки, Швейцария, Швеция, Япония.
² Аргентина, Болгария, Бразилия, Венгрия, Боливарианская Республика Венесуэла, Израиль, Индия, Индонезия, Китай, Колумбия, Корея, Латвия, Литва, Малайзия, Мексика, Пакистан, Перу, Польша, Россия, Румыния, САР Гонконг, Сингапур, Словакия, Таиланд, Тайвань, провинция Китая, Турция, Украина, Филиппины, Чехия, Чили, Эстония и Южная Африка.
³ Данные по Китаю и Пакистану интерполированы.
⁴ Процентное изменение по сравнению с предыдущим годом в СДР.
⁵ Данные о потребительской уверенности в Японии основаны на индексе распространения, в котором значения выше 50 указывают на укрепление уверенности.

Несмотря на замедление мирового экономического роста, общий уровень инфляции во всем мире возрос до максимальных уровней с конца 1990-х годов, что связано с быстрым ростом цен на продукты питания и топливо. В странах с развитой экономикой общий уровень 12-месячной инфляции в августе 2008 года составил 4½ процента, что несколько ниже пика в июле, после некоторого снижения цен на биржевые товары (рис. 1.3). Показатели базовой инфляции — индексы цен за исключением цен на продукты питания и топливо, инфляционные ожидания и затраты на рабочую силу — в целом были умеренными, хотя в последнее время наблюдалось некоторое повышательное смещение отдельных показателей. Под воздействием усилившихся опасений по поводу инфляции ФРС, после шести месяцев значительного снижения ставки по федеральным фондам, с апреля сохраняла ее на уровне двух процентов; вместе с тем ЕЦБ в начале июля повысил свою ставку интервенции на ¼ пункта до 4¼ процента.

Гораздо более заметным возобновление роста инфляции было в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах, где в совокупности общая инфляция в августе возросла до 8¼ процента, при этом в широкой группе этих стран в настоящее время инфляция выражается двухзначными цифрами. В известной мере столь разная динамика объясняется существенно большим весом цен на продукты питания в потребительских корзинах этих стран — как правило, их доля составляет 30–45 процентов по сравнению с 10–15 процентами в странах с развитой экономикой. Однако инфляция без учета цен на продукты питания и топливо также заметно ускорилась, и есть признаки растущих инфляционных ожиданий и повышения заработной платы, хотя, в отличие от стран с развитой экономикой, данные такого рода поступают менее систематически. В главе 3 настоящего доклада, в которой рассматривается связь между ценами на биржевые товары и инфляцией, делается вывод о более значительной уязвимости экономики этих стран к эффектам второго порядка. Это объясняется тем, что цены на продукты питания имеют больший вес и оказывают большее давление на реальную зарплату, поскольку инфляционные ожидания не столь хорошо зафиксированы в силу доверия к центральному банку, а быстрый рост привел к уменьшению запаса резервных мощностей.

Директивные органы в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах ответили на рост инфляции принятием эклектичного набора мер политики. Многие центральные банки повыси-

ли процентные ставки, тогда как другие в большей степени полагались на повышение норм обязательных резервов и ужесточение кредитных ограничений, особенно в тех случаях, когда политика в области процентных ставок была связана негибкостью регулирования обменного курса. Однако, как отмечается ниже, некоторые из этих мер были отменены в условиях напряженности с ликвидностью в связи с недавними финансовыми потрясениями. Некоторые страны также поставили более жесткие цели в налогово-бюджетной сфере, с тем чтобы помочь обуздать рост совокупного спроса. Не ограничиваясь мерами макроэкономической политики, ряд стран попытался сдержать воздействие растущих международных цен биржевых товаров на внутренние цены, отсрочив или уменьшив передачу воздействия цен на нефть (потенциально за счет крупных бюджетных затрат) путем снижения тарифов на импортируемые продукты питания, а в некоторых случаях — путем введения запрета или налогов на экспорт продуктов питания.

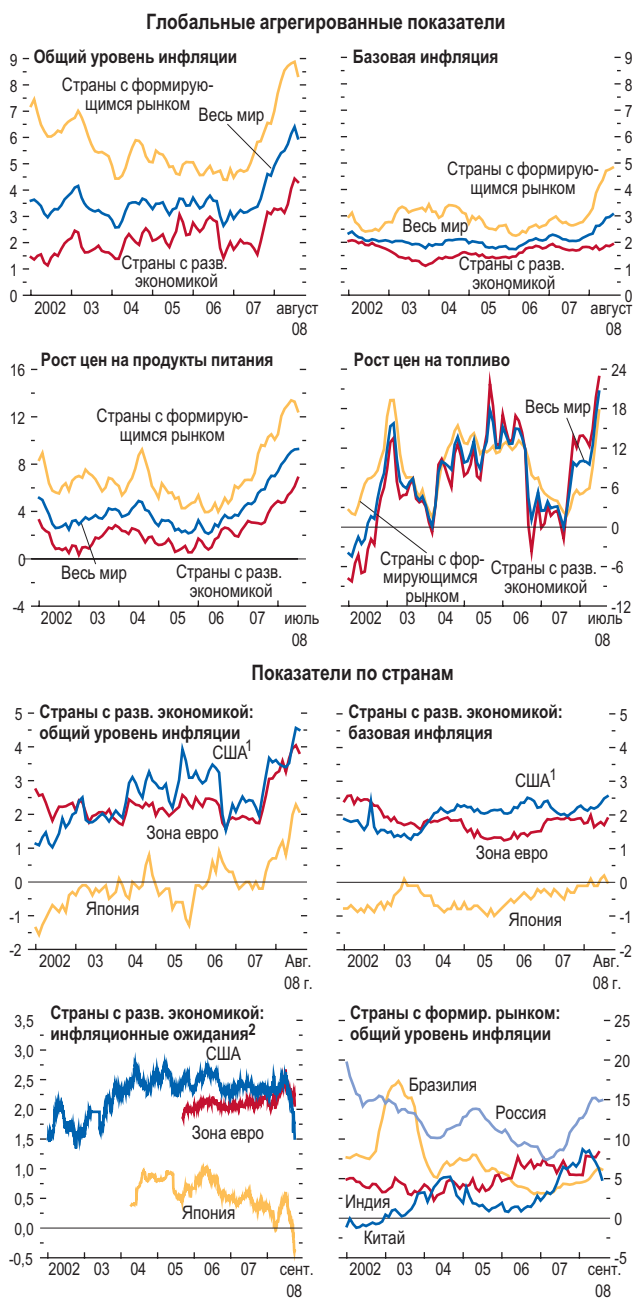
Ослабление роста в США относительно стран-партнеров по торговле и устойчивое падение курса доллара США, наблюдавшееся с 2002 года, способствовали корректировке дефицита счета текущих операций США, который в первой половине 2008 года снизился до 5 процентов ВВП с 6½ процента в конце 2005 года (рис. 1.4). Если исключить чистый импорт нефти, эта корректировка была еще более значительной. Несмотря на небольшое укрепление доллара США с начала 2008 года, его реальный эффективный курс по-прежнему близок к самому низкому уровню за десятилетия, и сейчас считается, что курс доллара в целом соответствует среднесрочным экономическим детерминантам. Корректировка курса доллара в последние годы в основном происходила относительно валют других стран с развитой экономикой, в особенности евро (курс которого в настоящее время считается выше экономических детерминантов) и иены (курс которой, по оценкам, все еще является заниженным относительно экономических детерминантов), а также других валют с плавающим курсом.

Если обратиться к странам с формирующимся рынком, в Китае обменный курс продолжал расти умеренными темпами, при этом из-за подъема инфляции в реальном эффективном выражении он повышался несколько быстрее (рис. 1.5). Однако профицит счета текущих операций Китая сохранялся на уровне более 10 процентов ВВП, и в условиях растущих, несмотря на ужесточение мер контроля, притоков капитала, продолжалось наращивание резервов. По мнению персонала МВФ,

Рисунок 1.3. Глобальная инфляция

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

Наблюдается скачок общего уровня инфляции, в особенности в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах, что отражает резкий рост цен на продукты питания, а также дальнейшее ограничение производственных мощностей в более общем плане. Страны с развитой экономикой также испытали заметное ускорение общего уровня инфляции, вызванное передачей воздействия высоких мировых цен на нефть, однако показатели базовой инфляции изменились незначительно.



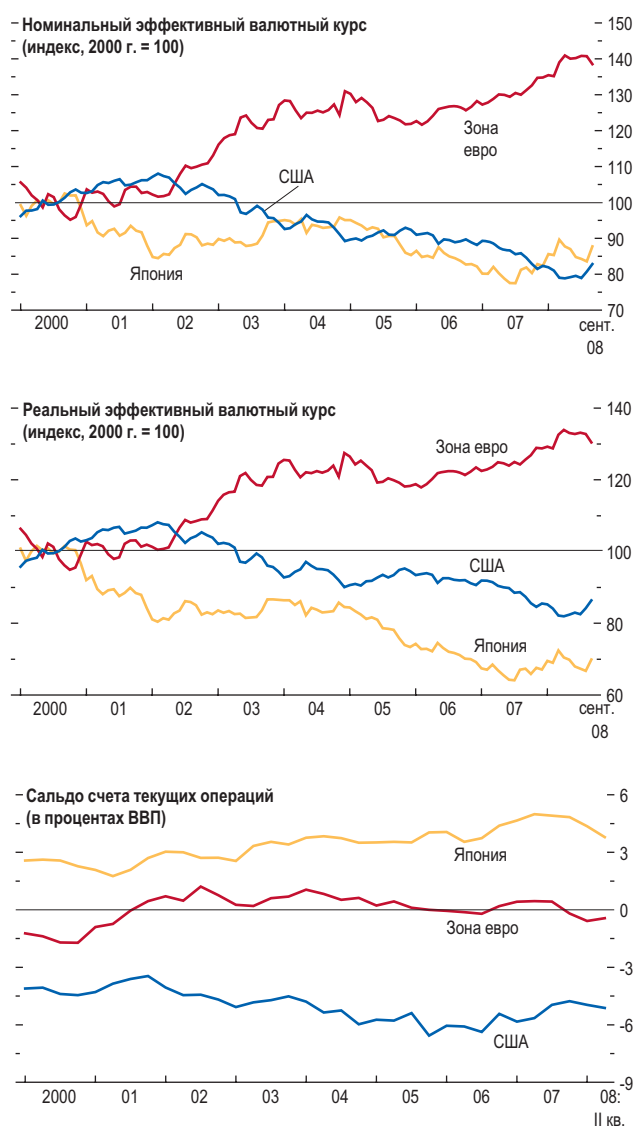
Источники: Bloomberg Financial Markets, Haver Analytics, расчеты персонала МВФ.

¹Дефлятор расходов на личное потребление.

²Ставки, отражающие разницу между номинальной доходностью и доходностью, индексируемой по инфляции.

Рисунок 1.4. Изменения во внешнеэкономическом секторе отдельных стран с развитой экономикой

Снижение реального эффективного курса доллара США наряду с замедлением внутреннего спроса способствовало некоторому снижению дефицита по счету текущих операций в США. В зоне евро и в Японии сальдо счета текущих операций за последний год ослабло, что отражает рост обменного курса и повышение цены на нефть.



Источники: Haver Analytics, расчеты персонала МВФ.

курс юаня остается существенно заниженным относительно среднесрочных экономических детерминантов. Во многих странах-экспортерах нефти на Ближнем Востоке сохранялась привязка национальной валюты к доллару США. В результате номинальные эффективные курсы этих валют имели тенденцию к снижению, хотя в реальном выражении наблюдалось умеренное повышение курсов ввиду роста инфляции. В остальных регионах тенденции сильно различаются. Валюты стран Европы и Латинской Америки с формирующимся рынком в большинстве случаев укреплялись, что объяснялось ужесточением денежно-кредитной политики и выгодами, полученными экспортерами биржевых товаров в связи с улучшением условий торговли, хотя некоторые валюты недавно подверглись давлению, поскольку цены на биржевые товары снизились и усилилась несклонность к риску. Вместе с тем ряд валют стран Африки и Южной и Восточной Азии (например, Индии, Кореи, Пакистана и Южной Африки) ослаб, отчасти из-за роста затрат на импорт биржевых товаров и увеличения дефицитов счета текущих операций.

Кризис, переживаемый финансовой системой¹

Апрельский выпуск «Перспектив развития мировой экономики» 2008 года был закончен сразу после того, как ФРС организовала экстренную продажу одного из ведущих инвестиционных банков (Bear Stearns) и расширила доступ брокеров-дилеров к экстренному механизму финансирования для поддержания ликвидности. Банки также добились успехов в плане признания своих убытков по позициям, связанным с непервоклассными ипотеками, восстановления собственного капитала и сокращения доли заемных средств².

Несмотря на эти действия напряженность на рынке летом вновь усилилась, поскольку вновь появились проблемы платежеспособности и стало очевидно, что процесс улучшения балансов будет

¹События в финансовом секторе подробно рассматриваются в октябрьском выпуске «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности» 2008 года (IMF, 2008b).

²На сентябрь 2008 года банки сообщили об убытках по непервоклассным ипотекам и связанным с ним позициям на сумму 518 млрд долл. США, львиная доля суммы приходилась на банки США и Европы. Банки также мобилизовали новый капитал в объеме 364 млрд долл. США. Эти суммы можно сравнить с убытками по ссудам в США и связанным с ними ценными бумагами, которые сейчас оцениваются в 1,4 трлн долл., из которых 640–735 млрд долл. должны будут приходиться на банки (IMF, 2008b).

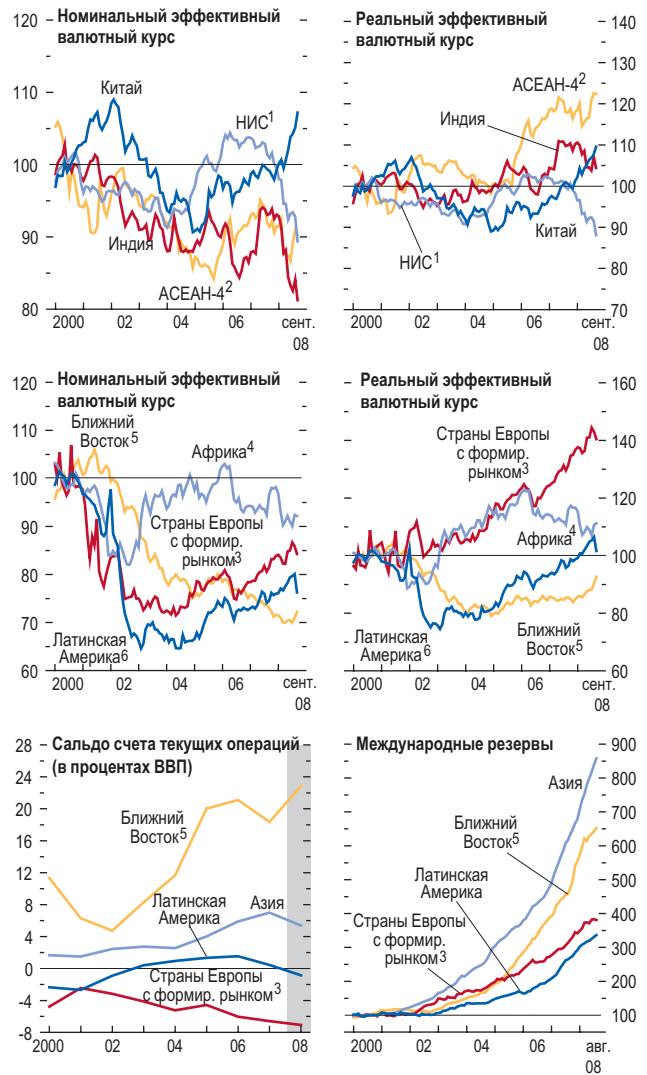
длительным. Особенно сильному стрессу подверглось банковское финансирование (рис. 1.6). Одним из источников давления были растущие опасения, что убытки по кредитам увеличиваются в результате цикла негативной обратной связи между экономикой и финансовой системой. В то же время банковской стабилизации препятствовали высокая стоимость финансирования, сокращение потоков доходов от комиссионных за секьюритизацию и вынужденное накопление активов от забалансовых структур и в результате прошлых обязательств по предоставлению кредитов. Снижающиеся курсы акций сделали мобилизацию нового капитала еще более обременительной, часто запретительной, тогда как одновременно участники рынка и органы регулирования ожидали значительного увеличения отношения капитала к активам до уровней, намного превышающих докризисные.

Вновь с наиболее серьезными проблемами столкнулись те организации, которые подвержены воздействию по-прежнему слабеющего рынка жилья в США. Начиная с августа, два гигантских предприятия, спонсируемых государством (ПСГ)³, Fannie Mae и Freddie Mac, стали подвергаться мощному давлению, что было связано с обеспокоенностью достаточностью их капитальной базы в условиях растущих убытков. Заверения властей США в том, что эти два учреждения получают доступ к федеральному финансированию для покрытия их потребностей в ликвидности и капитале, не помогло. Ввиду текущей критически важной роли этих агентств для рынка жилья США и мировой финансовой системы, эти две организации были помещены под временное управление Федерального агентства США по жилищному финансированию, а правительство США обязалось предоставить при необходимости дополнительную финансовую поддержку для сохранения достаточного капитала и финансирования.

Несмотря на эти действия, в середине сентября, после банкротства второго крупного инвестиционного банка США (Lehman Brothers), приведшего к значительным убыткам для кредиторов и контрагентов, мировые финансовые рынки испытали мощные потрясения. В течение нескольких

Рисунок 1.5. Изменения во внешнеэкономическом секторе стран с формирующимся рынком и развивающихся стран (Индекс, 2000 г. = 100, если не указано иное)

Динамика обменных курсов в последнее время была отмечена существенным разбросом значений в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах. Некоторые страны Азии, являющиеся импортерами нефти, в особенности имеющие тесные торговые связи с США, испытали снижение курсов, тогда как валюта Китая продолжала укрепляться. Валюты стран с формирующимся рынком в Европе и Латинской Америке также в целом характеризовались устойчивостью, хотя в последнее время стали ослабевать.



Источники: МВФ, «Международная финансовая статистика», и расчеты персонала МВФ.

¹К новым индустриальным странам Азии (НИС) относятся Корея, САР Гонконг, Сингапур и Тайвань, провинция Китая.

²Индонезия, Малайзия, Таиланд и Филиппины.

³Болгария, Венгрия, Латвия, Литва, Польша, Румыния, Словакия, Турция, Хорватия, Чехия, Эстония.

⁴Ботсвана, 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.

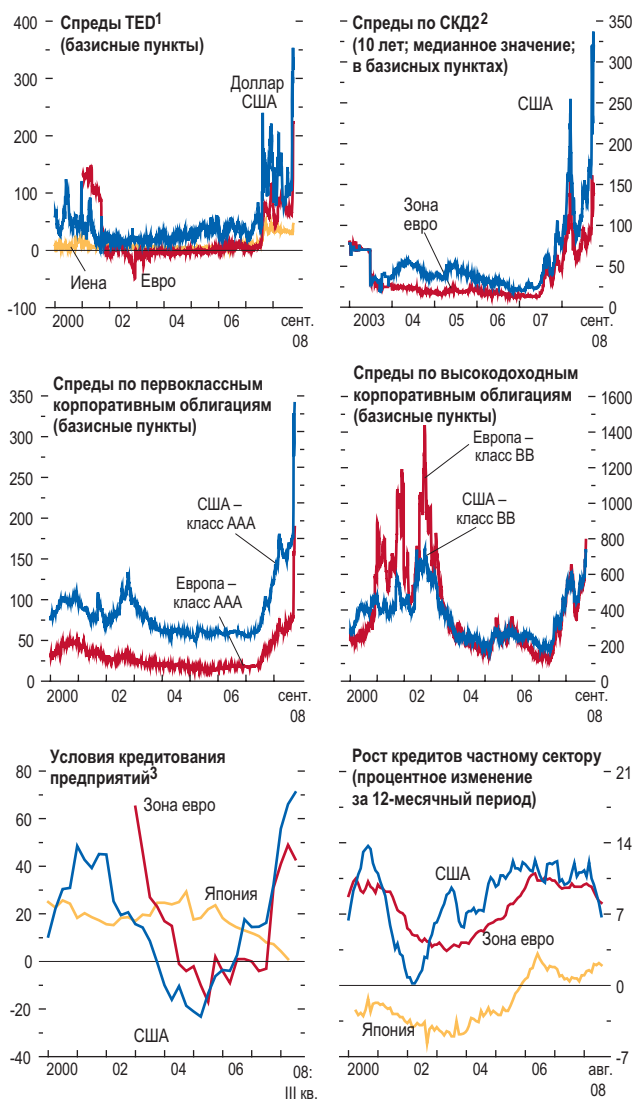
⁵Бахрейн, Египет, Иордания, Исламская Республика Иран, Катар, Кувейт, Ливан, Ливия, Объединенные Арабские Эмираты, Оман, Республика Йемен, Саудовская Аравия, Сирийская Арабская Республика.

⁶Аргентина, Бразилия, Боливарианская Республика Венесуэла, Колумбия, Мексика, Перу, Чили.

³Официально они известны, соответственно, как Федеральная национальная ипотечная ассоциация и Федеральная корпорация жилищного ипотечного кредита. ПСГ держат (или выступают гарантами) 50 процентов ипотек в США и в последние месяцы поддерживали 80 процентов новых ипотечных кредитов. Кроме того, их ценные бумаги принадлежат широкому кругу держателей по всей мировой финансовой системе, и эти бумаги обеспечивали важный канал внешнего финансирования дефицита счета текущих операций США.

Рисунок 1.6. Изменения на развитых кредитных рынках

На кредитных рынках в сентябре вновь усилилась напряженность, проявляющаяся в увеличении спредов на межбанковском рынке. Спреды, обусловленные риском, резко увеличились по широкому диапазону финансовых активов. В то же время были существенно ужесточены стандарты банковского кредитования в США и в зоне евро, и в настоящее время наметилось замедление роста объема кредитования.



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.

²СКД = свопы кредитного дефолта.

³Процент 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; среднее значение изменения стандартов кредитования малых, средних и крупных предприятий в Японии.

следующих дней давление рынка вынудило другой банк (Merrill Lynch & Co.) объединиться с крупным коммерческим банком, а во избежание неупорядоченного банкротства ФРС фактически приобрело крупнейшую страховую компанию мира (American International Group, A.I.G.). Все эти организации имели большие риски убытков, связанные с ипотекой. Когда уверенность в контрагентах практически сошла на нет, межбанковские рынки были практически парализованы несмотря на скоординированное массивное пополнение ликвидности ведущими центральными банками и соглашения о валютных свопах в беспрецедентных масштабах. Впоследствии проблемы ряда других банков США и Европы должны были решаться путем закрытия, национализации или слияния при поддержке государства.

Официальные органы в США и Европе в ответ на этот бушующий пожар предприняли ряд новых инициатив. Особенно следует отметить принятие в начале октября в США законодательства о создании фонда до 700 млрд долл. для покупки у банков проблемных ценных бумаг, связанных с ипотекой, с тем чтобы сократить риски дальнейших убытков из этого источника, содействовать более прозрачному процессу установления цен на эти активы и сократить неликвидные активы на балансах банков. В то же время системы гарантий по депозитам были расширены в США и ряде стран Европы, включая временную гарантию для фондов денежного рынка США и гарантию для кредиторов и вкладчиков в Ирландии. Были также введены ограничения на короткие продажи акций финансового сектора, с тем чтобы уменьшить спекулятивное давление.

На момент отправки доклада в печать финансовые условия продолжали характеризоваться чрезвычайным стрессом. Работа межбанковских рынков остается нарушенной, если сроки ссуд дольше суток, курсы акций резко упали, а волатильность рынка остается на высоком уровне (рис. 1.7). Более того, те сектора рынка, которые были меньше затронуты потрясениями, испытывают значительно возросшее давление, в том числе сектор нефинансовых корпораций и страны с формирующимся рынком, как отмечено во вставке 1.1. На фоне этих потрясений государственные ценные бумаги рассматривались как безопасное пристанище; доходность по казначейским векселям США приблизилась к нулю.

Возросшая финансовая напряженность начинает все тяжелее сказываться на экономической активности. Одним из основных механизмов проявления такой макрофинансовой взаимосвязи является ужесточение стандартов банковского кредито-

ния как в США, так и Западной Европе (см. рис. 1.6). Это произошло в ответ на усилия банков по снижению доли заемных средств в условиях все меньшего уровня допустимого уровня риска для участников рынка, все более дорогого банковского капитала и сокращения доступа к оптовому финансированию. Рост фактического кредитования какое-то время поддерживался включением в сферу посредничества забалансовых позиций и прошлыми обязательствами по предоставлению кредитов, но рост кредита сейчас заметно снижается как сектору нефинансовых корпораций, так и населению, и такое сокращение кредита скорее всего продолжится, до тех пор пока капитализация банков не будет существенно увеличена. Очевидно также, что финансирование через рынок ценных бумаг останется крайне ограниченным для заемщиков с более высоким уровнем риска, поскольку спреды расширились, а секьюритизация резко сократилась.

Финансовый кризис все больше затрагивает также страны с формирующимся рынком, что объясняется возрастающей несклонностью инвесторов к риску, сокращением финансирования для инвесторов, использующих заемные средства, такие как хеджевые фонды, и ухудшения перспектив экономического роста в странах с формирующимся рынком. Местные денежные рынки испытывают особенное давление, что побудило центральные банки в ряде стран ослабить резервные требования и принять другие меры для уменьшения напряженности с ликвидностью. Кроме того, произошло резкое падение курсов акций, заметно увеличились спреды как по суверенным, так и корпоративным ценным бумагам (рис. 1.8). Страны со значительными потребностями во внешнем финансировании и экспортеры биржевых товаров, стоящие перед перспективой снижения цен, испытывают особое давление в связи с поворотом потоков капитала. Тем не менее, в прошедшем году общие потоки капитала в страны с формирующимся рынком были весьма устойчивыми (конечно, если судить по прошлым меркам). В этих условиях рост частного кредита оставался быстрым во многих этих странах, а внутренние процентные ставки в реальном выражении снижались, поскольку рост инфляции опережал повышение ставок интервенции.

Таким образом, обеспокоенность, высказанная в апрельском выпуске ПРМЭ 2008 года относительно воздействия стабильно жестких условий доступа к кредиту на экономическую активность, остается весьма актуальной. Эту обеспокоенность подкрепляет анализ, представленный в главе 4, который показывает, что за прошлыми эпизодами финансового стресса, связанными с шоками для банковско-

Рисунок 1.7. Показатели развитых финансовых рынков и рынков жилья

Финансовая напряженность проявляется в резкой корректировке курсов акций и продолжительной высокой изменчивости фондовых и валютных рынков. Динамика цен на недвижимость продолжает ослабевать, особенно заметно в США, но также и в Испании, Италии, Соединенном Королевстве и Франции.



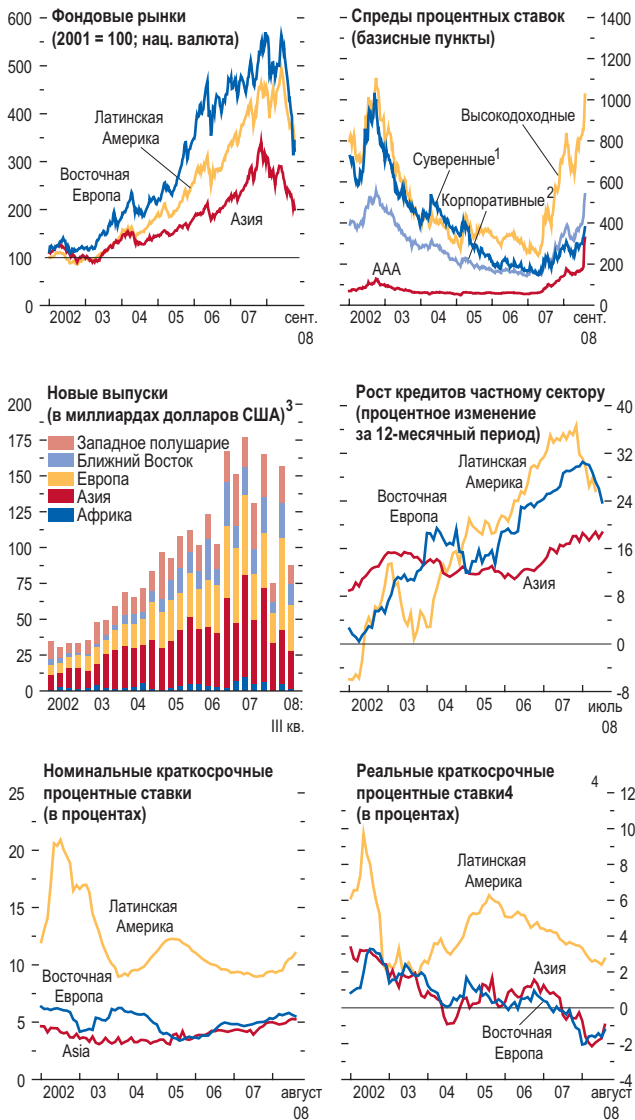
Источники: Bloomberg Financial Markets, Datastream, CEIC Data Company Limited, Haver Analytics, МВФ, «Международная финансовая статистика», ОЭСР, Economic Outlook, расчеты персонала МВФ.

¹Скорректированное отношение цены к доходам является отношением курсов акций к скользящему среднему показателю доходов за предыдущие 10 лет, с поправкой на номинальный трендовый рост. Скорректированное отношение цены к доходам измеряется как трехмесячное скользящее среднее отклонений от среднего уровня за 1990–2008 (август) годы.

²VIX — индекс изменчивости Чикагской биржи опционов. Данный индекс рассчитывается посредством средневзвешенного значения вмененной изменчивости по восьми опционам на покупку и продажу индекса S&P 500.

Рисунок 1.8. Финансовые условия в странах с формирующимся рынком

Финансовая напряженность на развитых рынках затронула условия в странах с формирующимся рынком. В последние месяцы наблюдалось резкое падение курсов акций, увеличение спредов и сокращение новых выпусков по сравнению с рекордными уровнями прошедшего года. В то же время были повышены внутренние процентные ставки в ответ на инфляцию, однако в реальном выражении ставки снизились. Несмотря на некоторое сокращение, рост кредитов частному сектору остается высоким.



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

¹Сред по индексу JPMorgan EMBI Global Index.

²Сред по индексу JPMorgan CEMBI Broad Index.

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

⁴Относительно общего уровня инфляции.

го сектора, как правило, следовали более глубокие, чем обычно, фазы циклического спада деловой активности и более затяжного подъема. Основным механизмом передачи воздействия, по-видимому, является сокращение чистого кредитования сектора предприятий и населения. В главе 4 подчеркивается, что растущая роль рынков ценных бумаг и финансирования на основе независимости сторон в действительности не уменьшила уязвимость экономики перед лицом банковского стресса, и представлены данные, указывающие на то, что это воздействие может оказаться даже более значительным в силу проциклических колебаний доли заемных средств.

Один важный вывод из главы 4 заключается в том, что масштабы ущерба для экономики существенно зависят от первоначальной прочности финансового положения корпораций и населения, а также от динамики цен на жилье. Экономика США представляется особенно уязвимой, что объясняется напряженностью балансов населения и значительной коррекцией, происходящей в жилищном секторе. В качестве смягчающих факторов выделены относительно прочная первоначальная позиция корпоративного сектора США и быстрый переход к более мягкой денежно-кредитной политике. Определенную защиту странам Западной Европы должны обеспечить прочные позиции домашних хозяйств, хотя они также будут подвержены серьезному риску в случае продолжительного периода финансового стресса.

Углубление корректировок на рынке жилья

Финансовые факторы и циклы на рынке жилья воздействовали друг на друга, и эти важные механизмы влияния привели к увеличению амплитуды бумов и спадов на рынке жилья, а также проциклических колебаний доли заемных средств. Первопричиной рекордных жилищных бумов, наблюдавшихся с первых лет этого десятилетия в США и многих странах Западной Европы, является падение реальных процентных ставок, высокие темпы роста экономики, а в некоторых случаях — быстрый рост иммиграции. Но вместе с тем, особенно в США подъем подпитывался и новыми методами финансирования, основанными на секьюритизации, и ослаблением стандартов кредитования⁴. К 2006 году свыше 40 процентов ипотечных кредитов в США относилось к категории

⁴В работе Dell’Ariccia, Igan, and Laeven (2008) документально показано, как смягчение стандартов кредитования вело к ухудшению качества кредитов в секторе непервоклассных ипотек США.

Вставка 1.1. Последняя вспышка финансовой напряженности и ее возможное воздействие на глобальные перспективы

С начала финансового кризиса в середине 2007 года базисный прогноз «Перспектив развития мировой экономики» предсказывал, что период финансовой напряженности будет затяжным, и окажет значительное влияние на экономическую активность. Тем не менее ожидалось, что устойчивость сектора нефинансовых корпораций в странах с развитой экономикой и набранные темпы роста в странах с формирующимся рынком смягчат воздействие на рост мировой экономики. Данные, поступавшие до середины сентября 2008 года, в целом соответствовали такой оценке. После наступления в сентябре 2008 года нового, более острого этапа финансового кризиса возникает вопрос о том, изменился ли вероятный курс развития мировой экономики. В данной вставке, в частности, представлен анализ того, какое воздействие последние финансовые события оказали на сектор нефинансовых корпораций в странах с развитой экономикой и в странах с формирующимся рынком, причем особое внимание уделяется нарастающим рискам в этих сегментах мировой экономики.

Последний этап финансового кризиса начался в сентябре 2008 года, когда несколько системно значимых финансовых организаций США внезапно покинули рынок. Решение фирмы Lehman Brothers заявить о банкротстве в особенности отразилось на мировых финансовых рынках, усугубив резкое сокращение рыночной ликвидности и усилив обеспокоенность рисками контрагента. Стоимость финансирования в долларах США резко возросла в глобальных масштабах, и на других денежных рынках также возникла острая напряженность. По мере снижения склонности инвесторов к принятию рисков напряженность распространилась на страны с формирующимся рынком, в частности, на Россию, которая столкнулась с рядом шоков. Мировые финансовые потрясения вызвали широкие ответные меры государств. Однако напряженность на финансовых рынках сохраняется, и уверенность остается по-прежнему шаткой. Масштабные структурные сдвиги в финансовом секторе США, которые имели место на этом последнем этапе кризиса, интенсифицировали и расширили процесс сокращения доли заемных средств, заложив основу для дальнейшего сокращения размеров финансового сектора¹.

Примечание. Авторами вставки являются Андреас Джобст и Наталия Тамириса.

Настораживающим аспектом этой последней вспышки нестабильности являются нарастающие признаки того, что кризис на рынках все более тяжело воздействует на сектор нефинансовых корпораций и на страны с формирующимся рынком. Если подобная напряженность сохранится, вполне вероятно, что она станет предзнаменованием более серьезных макроэкономических последствий финансового кризиса, чем ожидалось ранее.

Нефинансовый сектор в развитых странах в настоящее время испытывает гораздо более существенное воздействие кризиса, чем на его начальных этапах. Спреды по первоклассным облигациям нефинансовых корпораций, которые постепенно росли с начала кризиса, еще более увеличились в течение последнего цикла нестабильности (первый рисунок). В настоящее время они находятся на уровне, который почти вдвое превышает пиковые значения 2002 года, и свидетельствуют о риске дефолта, сопоставимом с риском для суверенного долга стран с формирующимся рынком. Спреды по корпоративным облигациям низкого качества также увеличились, но они оставались ниже самых рекордных показателей 2002 года. Ограничился доступ к краткосрочному финансированию, а курсы акций (верхняя часть второго рисунка) снизились, хотя они по-прежнему остаются выше ранее отмечавшихся нижних значений.

Недавний скачок стоимости заимствования для нефинансовых компаний произошел в условиях постепенного ухудшения структуры их рисков в процессе финансового кризиса. Рыночные показатели риска дефолта и коэффициентов заемных средств² возросли для всего спектра кредитов как в США, так и в Европе — не только для облигаций низкого качества, как можно было бы ожидать в пе-

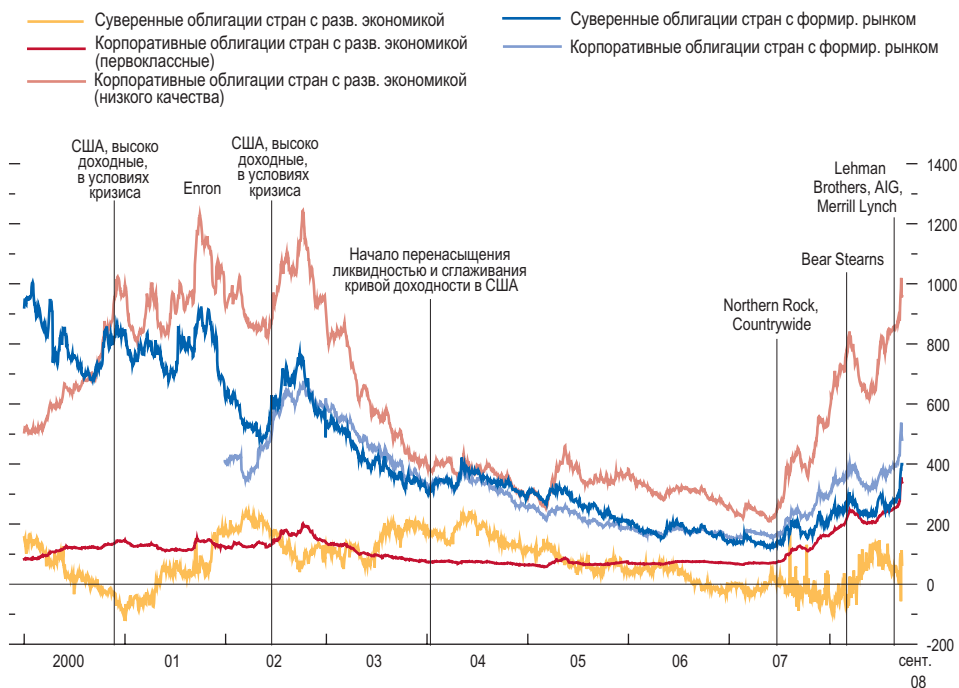
¹Более подробную информацию см. в основном тексте главы 1 и во вставке 1.1 «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности» за октябрь 2008 года (IMF, 2008b).

²Вероятности дефолта рассчитываются для отдельных компаний на основании данных рынка с использованием модифицированной формулы определения цены опционов Блэка-Шоулза-Мерттона и данных баланса для горизонта риска в один год до их агрегирования до уровня страны и региона. Рыночная стоимость, основанная на курсах акций, является аппроксимацией стоимости активов компании. Рыночный леверидж определяется как отношение долга к собственному капиталу, оцениваемому по рыночным ценам.

Вставка 1.1 (продолжение)

Страны с развитыми и формирующимися рынками: спреды по суверенным и корпоративным облигациям, 2000–2008 годы¹

(В базисных пунктах)



Источники: Bloomberg Financial Markets, Datastream, JP Morgan, Moody's KMV, Thomson Reuters, расчеты персонала МВФ.

¹Спреды по корпоративным облигациям соответствуют разности между спредом по свопу активов и соответствующей ставкой предложения на лондонском межбанковском рынке. Ряд спредов по суверенным облигациям развитых стран является составным параметром ставки по пятилетним казначейским обязательствам США сверх фактической ставки по федеральным фондам и ставки по пятилетним государственным обязательствам Германии сверх ставки EONIA (то есть фактической ставки интервенции Европейского центрального банка).

риод снижения активности³, но и для облигаций высокого качества (средняя часть второго рисунка). Для корпоративных облигаций высокого качества, например, в США, вероятность дефолта с июня 2007 года удвоилась, хотя и остается ниже уровней, отмечавшихся в 2004⁴ году, отчасти благодаря стабильным корпоративным балансам, в особенности — достаточным внутренним фондам.

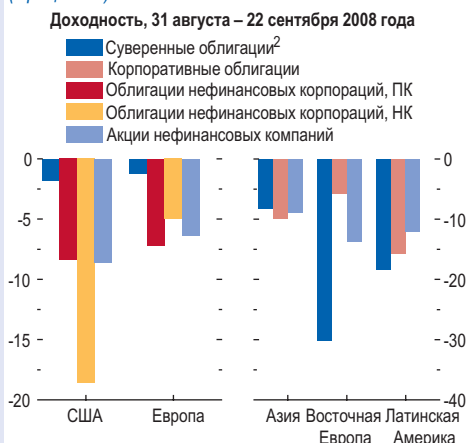
Почему же в ходе текущего кризиса воздействие на нефинансовые компании высокого качества было более серьезным, чем в течение предыдущего масштабного спада на финансовых рынках в 2000–2002 годах после коллапса вздутых курсов

акций высокотехнологичных Интернет-компаний? Возможное общее объяснение связано с различиями в природе потрясений, которые стали причиной соответствующих спадов. Текущий спад возник в финансовом секторе, где модель первоначального кредитования и последующей продажи кредитов по большей части перестала функционировать. Финансовый шок распространяется на нефинансовый сектор через ужесточившиеся условия финансирования, а в самое последнее время — истощения рыночной ликвидности. Повсеместный характер таких каналов во всех случаях практически не оставляет никаких возможностей для дифференциации по спектру кредитов. Перегрев курсов акций высокотехнологичных Интернет-компаний, напротив, возник в нефинансовом секторе, в частности, в сфере высокодоход-

³См. вставку 1.1 в «Перспективах развития мировой экономики» за апрель 2008 года.

⁴Данные для более ранних периодов отсутствуют.

Отдельные финансовые показатели¹
(Проценты)



Медианное значение вероятности дефолта нефинансовых корпораций согласно рыночным данным, 2004–2008 годы



Медианное значение рыночного левериджа нефинансовых корпораций, 2004–2008 годы



Источники: Bloomberg Financial Markets, Datastream, Moody's KMV, Thomson Reuters, расчеты персонала МВФ.

¹ НК = низкокачественные; ПК = первоклассные.
² Изменение доходности суверенных облигаций в США и Европе основано на ценах одномесячных фьючерсных контрактов по фактической ставке по федеральным фондам и на индексе общей доходности государственных обязательств Германии соответственно.

Страны с формирующимся рынком: спреды по свопам кредитного дефолта, 2004–2008 годы
(В базисных пунктах)



Источники: Bloomberg Financial Markets, расчеты персонала МВФ.

¹ Равновзвешенные составные параметры контрактов по свопам кредитного дефолта пятилетних суверенных обязательств.

ных корпоративных кредитов, и распространялся, главным образом, через канал неплатежеспособности, воздействуя на нефинансовые корпоративные облигации низкого качества в заметно большей степени, чем на первоклассные. Более конкретная причина растущего давления на первоклассные нефинансовые компании связана с растущей обеспокоенностью риском пролонгации финансирования в условиях текущего кризиса, поскольку планы рефинансирования привели к концентрации обязательств по облигациям с наступающим сроком погашения в предстоящие годы при одновременном ужесточении банковского финансирования. Кроме того, падение курсов акций увеличило стоимость привлечения капитала.

В последние недели также продолжала расти стоимость заимствования для стран с формирующимся рынком, хотя она остается ниже максимальных значений 2001–2002 годов и кризиса в Азии в 1997–1998 годах. Произошло острое и обширное сокращение формирующихся рынков в результате ослабления склонности инвесторов к риску и их потребности в продаже активов с целью накопления наличности для удовлетворения требований о дополнительном покрытии. Возрастают идиосинкразические риски. Страны Европы и Латинской Америки с формирующимся рынком переживают наибольший спад прибыли по суверенным и корпоративным об-

Вставка 1.1 (окончание)

лигациям, причем воздействие на активы стран Азии с формирующимся рынком было более сглаженным (см. верхнюю часть второго рисунка). Растущая дифференциация кредитных рынков в соответствии с потребностями стран в финансировании указывает на увеличивающийся риск внезапной остановки потоков капитала и валютных кризисов в уязвимых странах с формирующимся рынком (третий рисунок).

С начала кризиса спреда по корпоративным обязательствам для стран с формирующимся рынком возросли выше спредов для суверенных обязательств (см. первый рисунок), свидетельствуя о том, что инвесторы рассматривают нефинансовый сектор стран с формирующимся рынком как более уязвимый по сравнению с государственным сектором, возможно, по причине их более ограниченных внутренних финансовых возможностей, более высокого левериджа и более существенных рисков пролонгации по сравнению с суверенными заемщиками. Последние считаются более защищенными, в том числе за счет высокого уровня официальных международных резервов и улучшившихся балансов государственного сектора.

Как и в странах с развитой экономикой, недавнее увеличение спредов по корпоративным обязательствам в странах с формирующимся рынком последовало за ухудшением структуры рисков для нефинансовых компаний, отчасти из-за более медленного роста (см. нижние части второго рисунка). С начала кризиса рыночная вероятность дефолта как для первоклассных, так и для низкокачественных облигаций почти утроилась, хотя они остаются ниже недавних максимальных показателей. Для первоклассных нефинансовых корпоративных облигаций стран Азии с формирующимся рынком в настоящее время отмечаются самые высокие вероятности дефолта по той причине, что они имеют самые высокие рыночные коэффициенты заемных средств в соответствующей подгруппе. Это отчасти связано с растущими внешними корпоративными заимствованиями на фоне укрепляющихся валют в последние два года. В низкокачест-

венном сегменте наибольшие коэффициенты заемных средств имеют корпоративные облигации стран Латинской Америки.

Тем не менее спреда по корпоративным и суверенным обязательствам стран с формирующимся рынком остаются существенно ниже уровней, отмечавшихся после кризиса в Азии, дефолта в Аргентине и краха высокотехнологичных Интернет-компаний (см. первый рисунок). Одна из причин связана с тем, что страны с формирующимся рынком оказались более устойчивыми в условиях шоков в области внешнего финансирования благодаря увеличению международных резервов, более высоким доходам от биржевых товаров и более стабильному внутреннему спросу. Еще одной причиной является то, что страны с формирующимся рынком переживают более опосредованный шок: крах вздутых курсов акций высокотехнологичных Интернет-компаний был связан с технической инновацией, которая получила более широкое распространение в мире, чем банковская модель первоначального кредитования и последующей продажи, и кризис в Азии возник в странах с формирующимся рынком.

В целом на последнем этапе финансового кризиса наблюдается дальнейшее равномерное ослабление корпоративных позиций и позиций стран с формирующимся рынком. В данный момент неясно, будет ли это ухудшение долгосрочным. Рынки остаются исключительно волатильными, и сложно предсказать, как долго сохранится данная ситуация. Чем дольше продолжатся потрясения, тем больше будет укрепляться цикл обратной связи между финансовым и реальным сектором, и тем шире пострадает реальная экономика в разных странах мира. Наряду с более интенсивным и широким сокращением доли заемных средств это задержит подъем и увеличит вероятность глобального спада. Соответственно, недавние изменения показывают, что в результате последних событий ослабли перспективы мирового экономического роста и для базисного прогноза значительно увеличились риски ухудшения ситуации.

непервоклассных ипотек, которые часто характеризовались очень высокими отношениями кредита к стоимости залога и минимальной документацией. Свидетельств снижения стандартов кредитования в европейских странах меньше, однако, как и в случае США, в некоторых странах наличие жилищного финансирования обеспечивалась за счет все большей доступности оптового финансирования, которое в отдельных случаях было сопряжено с серьезными несоответствиями ликвидности.

Последующий спад на рынке жилья США был крупнейшим за послевоенный период, поскольку как активность, так и цены в жилищном секторе резко упали. Спад усугублялся фактическим исчезновением рынка первоклассных ипотек, общим ужесточением стандартов кредитования, повышением ставок по традиционным ипотечным ссудам, несмотря на смягчение денежно-кредитной политики (в связи с ухудшением финансового положения ПСГ), а также резким увеличением числа случаев отчуждения залога. В Западной Европе циклы на рынке жилья вошли в фазу спада позже, в некоторых случаях поскольку стандарты кредитования были ужесточены, и кредиты стали более дорогостоящими. Наиболее глубокие спады до сих пор преимущественно затронули несколько национальных рынков — Ирландии, Испании и Соединенного Королевства, — где раньше происходило наиболее быстрое повышение цен на жилье или самые значительные строительные бумы, однако замедление роста цена на жилье охватывает более широкий круг стран (см. рис. 1.7, нижние части). Проведенный персоналом МВФ анализ установления цен на жилье, представленный во вставке 1.2, по-прежнему показывает, что, если исключить воздействие основных экономических детерминант, цены в широком круге стран с развитой экономикой, по-видимому, являются завышенными, хотя цены в США в настоящее время приближаются к наблюдавшимся в прошлом соотношениям.

Как отмечается во вставке 1.2, спады на жилищном рынке могут оказывать серьезное негативное воздействие на рост через целый ряд каналов. Самый непосредственный из них таков: за последние два года сокращение инвестиций в жилье привело к уменьшению роста США на $\frac{3}{4}$ процентного пункта, и еще более значительные последствия аналогичные сокращения имеют место в Испании и Ирландии. Кроме того, крупные и постоянные убытки по активам, связанным с ипотекой, — как прямые убытки вследствие просрочки выплат по кредитам, так и косвенные убытки по активам, обеспеченным ипотекой, которые переоцениваются по

текущим рыночным ценам, — были одной из основных движущих сил финансового кризиса и связанного с ним ужесточения условия выдачи кредитов. Наконец, падение цен на жилье оказывает негативное воздействие на возможности заимствования с использованием жилья в качестве залогового обеспечения, а кроме того, может отражаться на благосостоянии. До настоящего времени потребление было довольно устойчивым, отчасти из-за возврата налогов, однако сейчас оно быстро замедляется.

Чрезмерная напряженность на рынках биржевых товаров

Несмотря на некоторую корректировку, происходящую с середины июля в условиях замедления роста мировой экономики, цены на биржевые товары в реальном выражении по-прежнему гораздо выше уровней, которые наблюдались в последние 20 лет (см. рис. 1.1). В главе 3 настоящего доклада представлены данные, свидетельствующие о том, что движущей силой устойчивого роста цен на биржевые товары было ухудшение балансов спроса и предложения для многих важнейших товаров, а также осознание того, что в обозримом будущем, после многих лет больших резервных мощностей, конъюнктура, скорее всего, останется высокой. Рост спроса на биржевые товары в основном был обусловлен продолжающейся интеграцией в мировую экономику значительных резервов рабочей силы с низкими доходами, особенно в Азии, — групп с низким уровнем потребления на душу населения, но высокой эластичностью спроса по доходам. К тому же реакция предложения на повышение относительных цен была вялой, отчасти из-за геологических и технологических ограничений, особенно в нефтяной отрасли, отчасти в силу давних опасений того, что цены на нефть все еще могут вернуться к гораздо более низким отметкам, которые наблюдались во второй половине 1980-х годов и 1990-х годах, и отчасти из-за недостатков политики, которые сдерживали инвестиции в новое производство как энергоресурсов, так и продуктов питания. Учитывая низкий уровень коммерческих запасов и ограниченность резервных мощностей, а также очень низкие значения краткосрочных коэффициентов ценовой эластичности спроса и предложения, цены на биржевые товары стали крайне чувствительными к новостям о возможных перебоях в поставках или к изменению представлений о перспективах развития цикла. Поэтому недавнее снижение цен, как представляется, во многом объяснялось представлениями о замедле-

Вставка 1.2. Цены на жилье: корректировки и последствия

Основным автором настоящей вставки является Пракаш Лунгани. Эркумент Тулун и Хаир Родригес оказали помощь в проведении исследований. В данной вставке приведен обновленный анализ, представленный в выпусках «Перспектив развития мировой экономики» за октябрь 2007 года и апрель 2008 года.

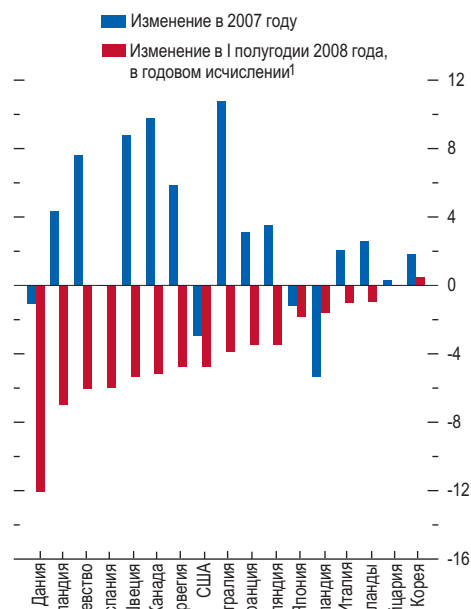
В этом году в нескольких странах с развитой экономикой началось падение цен на жилье, что резко контрастирует с повышением цен, наблюдавшимся в 2007 году почти во всех странах, кроме США, где корректировка на рынке жилья происходила с 2006 года. В реальном выражении и с поправкой на сезонные колебания годовые темпы падения цен на жилье в первой половине 2008 года в Канаде, Дании, Испании, Новой Зеландии и Соединенном Королевстве составили от 5 до 12 процентов (первый рисунок)¹. Насколько еще могут снизиться цены на жилье? И каковы последствия падения цен на жилье для макроэкономики?

Корректировки цен на жилье. Первым шагом, служащим основой для оценки потенциального снижения цен на жилье, является попытка объяснить повышение цен на жилье за последние десятилетие с точки зрения важных движущих сил этого процесса. С этой целью рост реальных цен на жилье моделируется как функция следующих переменных: рост располагаемого дохода на душу населения, численность населения трудоспособного возраста, кредит и курсы акций, а также уровень краткосрочных и долгосрочных процентных ставок. Динамические эффекты этих переменных учитываются посредством включения в модель роста реальных цен на жилье с лагом и коэффициента доступности жилья (отношение цен на жилье с лагом к располагаемым доходам). Эта модель оценивается для каждой страны с использованием квартальных данных за 1970–2007 годы².

¹Эти данные предоставлены Организацией экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) и основаны на обычных национальных источниках, которые перечислены в документе, размещенном по адресу: [www.oecd.org/olis/2006doc.nsf/linkto/ECO-WKP\(2006\)3](http://www.oecd.org/olis/2006doc.nsf/linkto/ECO-WKP(2006)3) (с. 34). Если национальные органы не составляют ряды с учетом сезонных колебаний, ОЭСР вносит в данные поправки на сезонные факторы. Использование данных с поправками на сезонные факторы вызывает некоторые сложности для сопоставимости с показателями общего уровня цен на жилье, но может быть более точным индикатором тенденций цен на жилье в предстоящие месяцы.

²Данные по Испании начинаются с 1971 года, а по Корею — с 1986 года.

Динамика реальных цен на жилье (Проценты)



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

¹Изменение в I полугодии 2008 года, указано в годовом исчислении для Дании, Ирландии, Италии, Канады, Новой Зеландии, США, Франции и Японии.

Повышение цен на жилье, которое нельзя объяснить этими фундаментальными факторами (называемое разрывом в ценах на жилье), берется за оценку потенциальной корректировки этих цен. Несомненно, оценки разрыва отчасти могут отражать не учтенные в модели фундаментальные факторы, например, изменения факторов в области предложения на жилищном рынке³. Однако эти

³Оцененные здесь модели ориентированы на объяснение скорее краткосрочных и среднесрочных изменений цен на жилье, чем долгосрочной динамики этих цен, которая может существенно отличаться в зависимости от страны, отражая национальные ограничения в области предложения и долгосрочные институциональные факторы, такие как степень налогообложения жилья (Poterba, 1984). Исследование европейских рынков жилья, проведенное авторами работы Hilbers et al. (2008), дает хорошее представление о роли, которую эти факторы могут играть в динамике цен на жилье.

оценки дают представление о том, насколько значимыми должны были быть эти неучтенные факторы, чтобы произошедшее за последние годы повышение цен на жилье считать результатом равновесного состояния.

На втором рисунке представлены разрывы в ценах на жилье — процентное повышение цен на жилье за период с 1997 года по конец 2007 года, которое нельзя объяснить фундаментальными факторами. Кроме того, в качестве показателя устойчивости этих результатов представлен диапазон оценок разрыва, полученный посредством внесения небольших возмущений в оцениваемые модели. К этим изменениям относятся использование в качестве отправной точки для расчета оценок разрыва среднего уровня цен на жилье за 1994–1997 годы вместо значения 1997 года, расчеты согласно упрощенному варианту модели, включающему в качестве движущих факторов только доходы и процентные ставки, а также изменение динамической спецификации путем оценки вместо модели с одним уравнением векторной авторегрессионной модели цен на жилье.

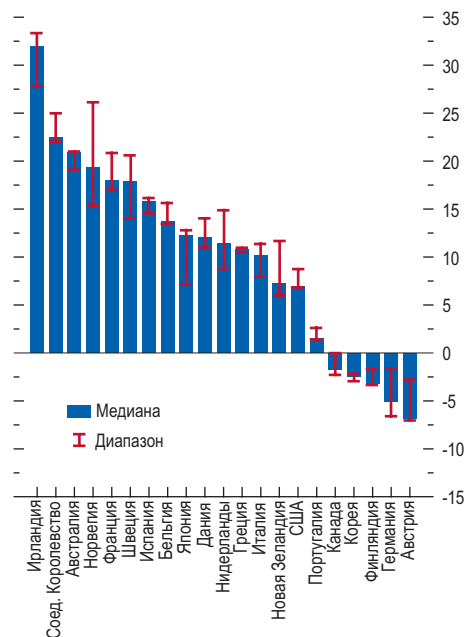
Наиболее значительные необъясненные повышения цен на жилье в последнее десятилетие происходили в Австралии, Ирландии и Соединенном Королевстве⁴; цены на жилье в этих странах в 2007 году были на 20–30 процентов выше, чем можно объяснить фундаментальными факторами. В группе других стран, включая Испанию, Италию, Нидерланды и Францию⁵, разрывы в ценах на жилье составляли от 10 до 20 процентов⁶. Оценка разрыва для США

⁴Как отмечалось в докладе персонала МВФ по Австралии 2008 года, если принимать во внимание специфические факторы местного характера, в особенности воздействие долгосрочной миграции на спрос на жилье, полученные данные не свидетельствуют о значительном превышении уровня цен на жилье.

⁵В докладе персонала МВФ по консультациям 2008 года в соответствии со Статьей IV по Нидерландам отмечается, что расчетный разрыв в ценах на жилье (который оценивается здесь в 9–15 процентов), скорее всего, значительно сократится, если учесть увеличение числа домашних хозяйств, состоящих из одного лица, которое является весьма важной причиной усиления спроса на жилье в Нидерландах, а также институциональные факторы (например, жесткие нормы зонирования и щедрые возможности вычета процентов по ипотеке).

⁶В работе Hilbers et al. (2008) европейские страны разбиты на группы с быстрыми, средними и медленными темпами, в зависимости от того, насколько цены на жилье в этих странах в последние годы превысили долгосрочные средние уровни. Оказывается, что представленные здесь оценки разрывов согласуются с этой классификацией: средний расчет-

Разрывы в ценах на жилье
(Проценты)



Источник: расчеты персонала МВФ.

(примерно 7 процентов) меньше, чем для большинства других стран, и по сравнению с более ранними оценками разрыв уменьшается, что отчасти отражает снижение цен на жилье в США за последние 18 месяцев⁷. Диапазон оценок для каждой страны в среднем составляет примерно 3½ процента,

ный разрыв для трех перечисленных групп стран составляет 19 процентов, 11 процентов и -3 процента, соответственно. Последние доклады персонала МВФ по консультациям в соответствии со Статьей IV, в которых отмечается охлаждение рынков жилья или начало корректировки, включают доклады по Испании, Канаде, Корее, Новой Зеландии, Норвегии и Соединенному Королевству. В отношении Германии в некоторых исследованиях было обнаружено более существенное занижение стоимости жилья, чем представленная здесь оценка в 5 процентов, что, возможно, отражает воздействие со стороны предложения, связанное с социальным жильем в период после воссоединения Германии.

⁷По оценкам работы Klyuev (2008), стоимость домов на одну семью в США «в первом квартале 2008 года оставалась заниженной на 8–20 процентов». Разрыв в ценах на жилье в США в 2007 году оценивался примерно в 12 процентов (вставка 2.1 в октябрьском выпуске «Перспектив развития мировой экономики» 2007 года).

Вставка 1.2 (продолжение)

хотя для Нидерландов, Норвегии и Швеции он существенно шире.

Чтобы увидеть эти оценки разрывов в истинном свете, их целесообразно сравнить с циклами цен на жилье в странах с развитой экономикой за несколько последних десятилетий (OECD, 2006). В период 1970–2005 годов средняя продолжительность цикла цен на жилье составляла примерно 10 лет, при этом фаза подъема, в течение которой реальные цены на жилье возрастали примерно на 45 процентов, составляла примерно 6 лет. На протяжении следующей за ней четырехлетней фазы спада реальные цены на жилье снижались примерно на 25 процентов, причем диапазон снижения в разных странах варьировался от примерно 10 процентов в США до более чем 30 процентов в Японии и некоторых европейских странах.

Таким образом, если бы корректировки цен на жилье происходили в соответствии с разрывами, показанными на втором рисунке, они вполне укладывались бы в предшествующий опыт. Более того, фактические данные показывают, что корректировки обычно длятся несколько лет. Сведения по странам, для которых имеются региональные (то есть субнациональные) данные, указывают на то, что в некоторых регионах корректировки уровня цен могли бы быть гораздо более выраженными и продолжаться дольше, чем национальный цикл (Calomiris, Longhofer, and Miles, 2008; Estevão and Loungani, готовится к печати).

Макроэкономические последствия. Опыт, накопленный в ходе прошлых циклов на рынке жилья, может также указывать и на макроэкономические последствия этих корректировок цен (Claessens, Kose, and Terrones, готовится к печати; «Перспективы развития мировой экономики» за апрель 2008 года и апрель 2004 года). Данные показывают, и это неудивительно, что последствия являются более негативными, если корректировки происходят на фоне ослабления экономики и жестких условий доступа к кредиту, а именно такая ситуация, по-видимому, сейчас наблюдается во многих странах. За период с 1960 года по настоящее время рецессии в странах с развитой экономикой, связанные со спадами цен на жилье и сокращением кредитования, отличаются несколько большей продолжительностью и глубиной, чем другие рецессии. В случае спада на рынке жилья длительность рецессии увеличивается более чем на один квартал, потери производства во время рецессии в целом больше, а уровень безработицы в фазе рецессии, сопряженной со спадом на рын-

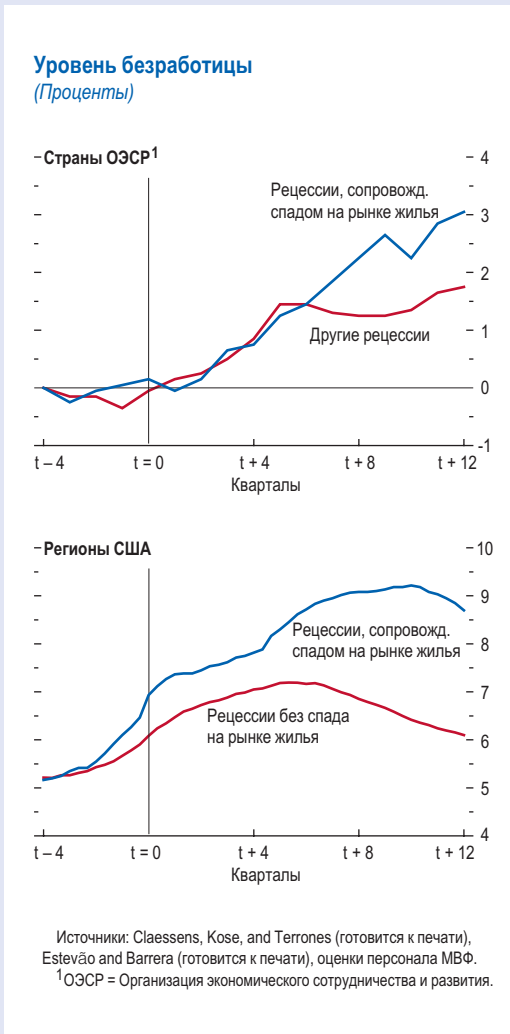
ке жилья, повышается заметно сильнее и на более длительный срок (третий рисунок, верхняя панель). За 12 кварталов, прошедших с начала рецессии, уровень безработицы возростал в среднем на 1,5 процентного пункта. Однако в случае рецессий, связанных со спадами на рынке жилья, увеличение безработицы составляло 3 процентных пункта.

Имеются некоторые свидетельства того, что такая картина наблюдается и на национальном, и на региональном уровнях. Как показано в нижней части третьего рисунка, в США в периоды региональных рецессий, связанных со спадом цен на жилье, максимальным воздействием на безработицу является ее повышение на 4 процентных пункта по сравнению с увеличением на 2 процентных пункта для всех случаев региональной рецессии (Estevão and Barrera, готовится к печати).

Что можно сказать о воздействии снижения цен на жилье на различные компоненты объема производства? Появляется все больше литературы, посвященной возможному воздействию изменений богатства в форме жилья на потребление. В работе Buiter (2008) показано, что изменения цен на жилье представляют собой перераспределение богатства, а следовательно, не оказывают существенного влияния на чистое богатство в целом; тем не менее они могут влиять на индивидуальное потребление через ослабление ограничений, касающихся залога. В работе Muellbauer (2008) сделан согласующийся с этой точкой зрения вывод о том, что при тщательном моделировании эффекта развития и дерегулирования кредитного рынка, которые расширяют доступ к залоговому жилью, изменения цен на жилье оказывают среднесрочный эффект ликвидности на потребление в США и Соединенном Королевстве.

Воздействие на инвестиции более очевидно. В работе Claessens, Kose, and Terrones (готовится к печати) установлено, что инвестиции (особенно инвестиции в жилье) обычно сокращаются более резко в случае рецессий, связанных со спадами на рынке жилья и сокращением кредита, чем в случае других рецессий⁸. Существуют

⁸В работе Benito (2007) с использованием данных на уровне домашних хозяйств по Соединенному Королевству установлено, что средства, изъятые из жилищных активов, гораздо чаще направляются на инвестиции в жилье, чем на потребительские расходы, и это позволяет предположить, что канал, связанный с залоговым обеспечением, на который особо указывалось в работах Buiter (2008) и Muellbauer (2008), для инвестиций может быть более сильным, чем для потребления.



также значительные различия между странами в том, что касается степени сокращения инвестиций в жилье, которая в принципе может зависеть от разнообразных особенностей национальных финансовых и правовых систем. Одним важным аспектом является простота, с которой население может получить доступ к ипотечному кредиту. Ее можно измерить либо глубиной ипотечных рынков, либо индексом, который сводит воедино институциональные характеристики ипотечных рынков. Индекс ипотечного рынка включает такие характеристики, как типичное отношение размера ипотечных ссуд к стоимости недвижимости, стандартный срок ипотечных ссуд, способность

заимствовать средства под накопленные жилищные активы, а также степень развития вторичных рынков ипотечных кредитов. Как показано в двух верхних графиках четвертого рисунка, сокращение инвестиций в жилье, как правило, было более значительным в тех странах, в которых население имело больший доступ к ипотечному кредиту⁹.

Определенную роль в объяснении амплитуды экономического цикла, сопровождающего корректировки цен на жилье, могут играть и другие факторы. Помимо уже обсуждавшихся характеристик ипотечных рынков, важной особенностью в текущей ситуации является преобладание ипотечных кредитов с переменными (а не с фиксированными) процентными ставками. Между странами Европы существуют различия в этом отношении, при этом в Ирландии, Испании и Финляндии используются в основном переменные ставки по ипотекам. Более высокие процентные платежи (по сравнению с располагаемым доходом населения) также были исторически связаны с более значительными сокращениями инвестиций в жилье в периоды спада на рынке жилья — см. нижний график четвертого рисунка¹⁰. Между странами наблюдаются также различия в правовых нормах,

⁹Данные о глубине ипотечных рынков (отношение ипотечного долга к доходам) представлены в работах Warnock and Warnock (2007) и OECD (2006). Описание индекса ипотечного рынка приводится в главе 3 апрельского выпуска «Перспектив развития мировой экономики» 2008 года. В качестве показателя задолженности здесь используется отношение ипотечного долга к располагаемому доходу населения в 1990 е годы (взятое из OECD, 2006), однако использование других показателей задолженности — для других лет или выраженных в процентах ВВП — приводит к сходным результатам. Если учесть масштабы корректировок цен на жилье, то корреляция между сокращением инвестиций в жилье и отношением ипотечного долга к ВВП усиливается. В работе Cardarelli et al. (готовится к печати) этот анализ развивается далее посредством использования ограничений на знак в целях выявления шоков спроса на жилье и отслеживания воздействия этих шоков на цены на жилье, инвестиции в жилье и объем производства. Авторы указанной работы приходят к выводу о том, что инновации в жилищном финансировании усилили эффекты распространения последствий шоков с рынков жилья на остальную экономику, усилив роль жилья как залогового обеспечения.

¹⁰См. Tsatsaronis and Zhu (2004). В работе Warnock and Warnock (2007) к списку стран с основным переменными ставками по ипотекам были добавлены Греция, Португалия, Соединенное Королевство и Швеция; за пределами Европы Канада, США и Япония отнесены к числу стран с преимущественно фиксированными ставками по ипотекам.

Вставка 1.2 (окончание)



стоящей вставке, — Германии, Ирландии, Испании, Нидерландах, Соединенном Королевстве и Франции, — должники несут персональную ответственность за полную сумму ипотечной задолженности, что уменьшает стимулы для обращения взыскания на заложенное имущество. В США обращение взыскания на заложенную недвижимость регулируется на уровне штатов. В шести штатах кредиторы получают возмещение только за счет заложенной недвижимости, которую они вправе изъять за неплатежи и продать. В других штатах должники также несут персональную ответственность по полной сумме долга, однако нормы в отношении того, в каком размере кредиторы могут получить возмещение разницы между ипотечной задолженностью и продажной ценой взысканной недвижимости, различаются. На практике кредиторы могут и не стремиться к получению судебного решения о взыскании остатка долга по реализации обеспечения, в основном из-за связанных с этим затрат времени и средств.

Еще одним фактором, который может играть известную роль в объяснении амплитуды экономического цикла, сопровождающего корректировки цен на жилье, является подверженность банковского сектора риску, связанному с жилищным сектором. Такая подверженность риску различается в разных странах и в разных кредитных организациях в рамках одной страны. Объем ипотечных кредитов банков, выраженный как кратное их общей рыночной капитализации, дает представление о способности банков противостоять ухудшению портфелей ссуд под залог недвижимости. Значения этого показателя различаются и составляют примерно 4 в Дании и Германии, менее 3 в Испании, примерно 1,5 в Канаде, Японии и Соединенном Королевстве и менее 1 в США¹². Наблюдаемое в разных странах сокращение инвестиций в жилье в ходе циклов на рынке жилья было более значительным в странах с более крупными портфелями ипотечных кредитов в банковском секторе, однако этот эффект был не таким сильным, как эффект,

например, влияющих на показатели обращения взыскания на заложенное имущество¹¹. Во многих странах, являющихся объектом изучения в на-

¹¹Рассмотрение вопроса о воздействии показателей частоты отчуждения залога на цены на жилье см. в работах Klyuev (2008) и Deutsche Bank (2008).

¹²Оценки по странам, кроме США, взяты из работы Ahearne et al. (2005) и основаны на данных об ипотечных ссудах и рыночной капитализации на уровне отдельных банков, источником которых являются агентство Bloomberg L.P. и база данных Worldscope; оценка по США основана на общем объеме выданных банковским сектором ссуд под залог недвижимости и общей рыночной капитализации банковского сектора.

продемонстрированный ранее с помощью отношения ипотечного долга к ВВП. Тем не менее в настоящий момент, когда балансы банков подвергаются новому стрессу, а курсы банковских акций снизились, потенциальная возможность того, что позиции банковского сектора по ипотечным ссудам окажут негативное воздействие на реальную экономику, вероятно, выше, чем в прошлом.

Выводы. Во многих странах с развитой экономикой в последние годы происходило повышение цен на жилье, которое трудно полностью объяснить с точки зрения фундаментальных движущих сил этого процесса, таких как рост доходов и процентные ставки. На данный момент корректировка цен на жилье, по-видимому, началась в большинстве этих стран. На основании

прошлого опыта можно предположить, что эти корректировки в среднем могут составить примерно 25 процентов и растянуться на период от двух до четырех лет. Свидетельства прошлых лет также показывают, что межстрановые различия в воздействии этих корректировок на макроэкономику, по-видимому, зависят от характеристик существующих в них систем жилищного финансирования, в частности, от простоты, с которой домашние хозяйства могли получить доступ к ипотечному рынку в последние годы. Эта особенность, скорее всего, связана со степенью сокращения инвестиций, которое происходит в процессе корректировок цен на жилье, а также может оказывать сдерживающее воздействие на потребление.

ния глобального роста и появляющимися данными о реакции спроса на высокие цены (особенно в США), а также некоторыми благоприятными изменениями в области предложения.

Некоторые обозреватели утверждают, что недавние крупные изменения цен на биржевые товары скорее связаны со спекуляциями или с повышением интереса инвесторов к биржевым товарам как активам, чем с изменениями экономических детерминант, которые воздействуют на спрос и предложение. Персонал МВФ обнаружил некоторые доказательства определенного влияния ослабления доллара США и снижения процентных ставок в США на цены через воздействие на спрос и предложение. Однако как отмечается во вставке 3.1, хотя ограниченность данных мешает сделать какие-либо окончательные выводы, конкретные свидетельства того, что растущая спекуляция или возросший интерес инвесторов к биржевым товарам как альтернативным активам оказали систематическое или длительное воздействие на цены, практически отсутствуют, хотя колебания в настроениях рынка, возможно, в некоторых обстоятельствах способствовали краткосрочной динамике цен.

Самое непосредственное и прямое воздействие бум цен на биржевые товары оказал на инфляцию. Как уже упоминалось выше и более подробно анализируется в главе 3, растущие цены на продукты пита-

ния были одним из основных факторов, обусловивших всплеск инфляции в странах с формирующимся рынком. В странах с развитой экономикой, напротив, повышения цен на нефть играли главную роль.

Насколько сильно эти прямые воздействия повлияют на эффекты второго порядка? Подобные риски должны уменьшить три структурных тенденции: 1) повышение гибкости реальной заработной платы — в противоположность сопротивлению изменению заработной платы, особенно в Западной Европе в 1970-е годы; 2) более надежная фиксация инфляционных ожиданий бдительными центральными банками; 3) снижение энергоёмкости⁵. Замедление роста экономической активности также уменьшает инфляционные риски, особенно в странах с развитой экономикой. Однако остаются опасения в некоторых странах с формирующимся рынком, особенно в тех из них, где ограничения производственного потенциала все еще усиливаются, где происходит быстрый рост зарплат в государственном секторе, и где негибкие обменные курсы могут ограничивать реакцию денежно-кредитной политики.

⁵В работе Blanchard and Galí (2007) представлен тщательный анализ того, почему воздействие недавнего резкого роста нефтяных цен на макроэкономическую ситуацию, по-видимому, является более слабым, чем в 1970-е годы.

Растущие цены на биржевые товары также оказывают важное потенциальное воздействие на условия торговли и покупательную способность, и следовательно, на рост экономики. На глобальном уровне важнейшим фактором является нефть, а не продовольствие, поскольку производство продовольствия распределено по земному шару более равномерно: в среднем импорт нефти в два с половиной раза превышает импорт продовольствия.

В целом растущие цены на нефть оказывают сдерживающее влияние на мировой спрос, поскольку экспортеры нефти откладывают высокую долю дополнительных нефтяных доходов, особенно ввиду того, что их экономика уже сталкивается с ограничениями в освоении средств. Масштабы эффекта перераспределения также зависят от источника шока в области цен на биржевые товары; эффект больше, когда рост цен отражает шок только в области предложения, а не сочетания факторов в области спроса и предложения, как это, видимо, имеет место в текущей ситуации. Эффект перераспределения является значительным, хотя он существенно меньше, чем в 1970-х годах, когда нефтеемкость в странах с развитой экономикой была в два раза выше текущего уровня, а в странах с формирующимся рынком — на 25 процентов выше (см. рис. 3.9). На национальном уровне страны с низкими доходами являются особенно уязвимыми по отношению к трудностям из-за растущих затрат на импорт продовольствия и топлива. Некоторые страны Африки к югу от Сахары испытали ухудшение условий торговли более чем на 5 процентов ВВП (IMF, 2008a).

Чрезмерная слабость макроэкономической политики?

Недавнее ухудшение показателей развития мировой экономики произошло после четырех лет исключительно активного подъема, в течение которого значительные выгоды от растущей интеграции в мировую экономику стран с формирующимся рынком и развивающихся стран способствовали периоду самого динамичного глобального роста с начала 1970-х годов. Однако в ретроспективе очевидно, что на важнейших финансовых рынках и рынках жилья и биржевых товаров возникали значительные дисбалансы, отражавшие серьезные недостатки в работе этих рынков и недостаточные ответные меры органов регулирования, и расплата была неизбежной.

Некоторые обозреватели утверждали, что эти дисбалансы на финансовых рынках, рынках жилья

и биржевых товаров усугублялись излишне мягкими параметрами макроэкономической политики во время активного подъема 2003–2007 годов. В частности, явный успех в снижении инфляции в 1990-е годы и глобальный прирост производительности в результате интеграции Китая и других стран с высокой трудоемкостью производства в систему мировой торговли сделал возможным проведение значительно более мягкой денежно-кредитной политики в странах с развитой экономикой, что привело к возникновению ряда рыночных «мыльных пузырей». После обвала в начале этого десятилетия «перегретых» курсов акций высокотехнологичных Интернет-компаний, параметры денежно-кредитной политики оставались весьма мягкими, чтобы преодолеть опасения дефляции. Действительно, в США и, в меньшей степени, в зоне евро и Японии, ставки интервенции были установлены на более низком уровне, чем это предполагает правило Тейлора (рис. 1.9). Кроме того, несмотря на ужесточение денежно-кредитной политики с 2003 года, говорилось, что это ужесточение недостаточно для того, чтобы идти наперекор существующей тенденции, поскольку кредиты направлялись в жилищный сектор, и цены на жилье возросли до уровней, далеко не соответствующих экономическим детерминантам.

Кроме того, негибкие валютные режимы недавно ограничивали способность некоторых ведущих стран с формирующимся рынком проводить независимую денежно-кредитную политику, и это ограничение стало приобретать все большее значение после августа 2007 года, когда произошло падение курса доллара США и когда ФРС стала решительно снижать процентные ставки. Таким образом, эти страны фактически импортировали все более мягкую направленность денежно-кредитной политики из США именно тогда, когда наблюдался рост инфляционного давления⁶. В то же время высокие темпы экономического роста стран с формирующимся рынком, ослабление доллара, снижение процентных ставок в США и — по крайней мере, по мнению некоторых обозревателей, но не персонала МВФ, — приток финансовых средств на рынки товарных фьючерсов способствовали активизации устойчивого быстрого роста цен на биржевые товары. Согласно ортодоксальным воззрениям на деятельность центрального банка, временное повышение инфляции, вызванное шоком относительных цен, будет компенсировано, при

⁶Такая обеспокоенность проиллюстрирована в имитационных модельных расчетах, представленных во вставке 3.3.

условии что базовая инфляция останется на уровне, согласующемся с перспективными целями. Однако повторяющиеся шоки одной и той же направленности сопряжены с повышенными рисками эффектов второго порядка, обусловленными устойчивым сдвигом относительных цен.

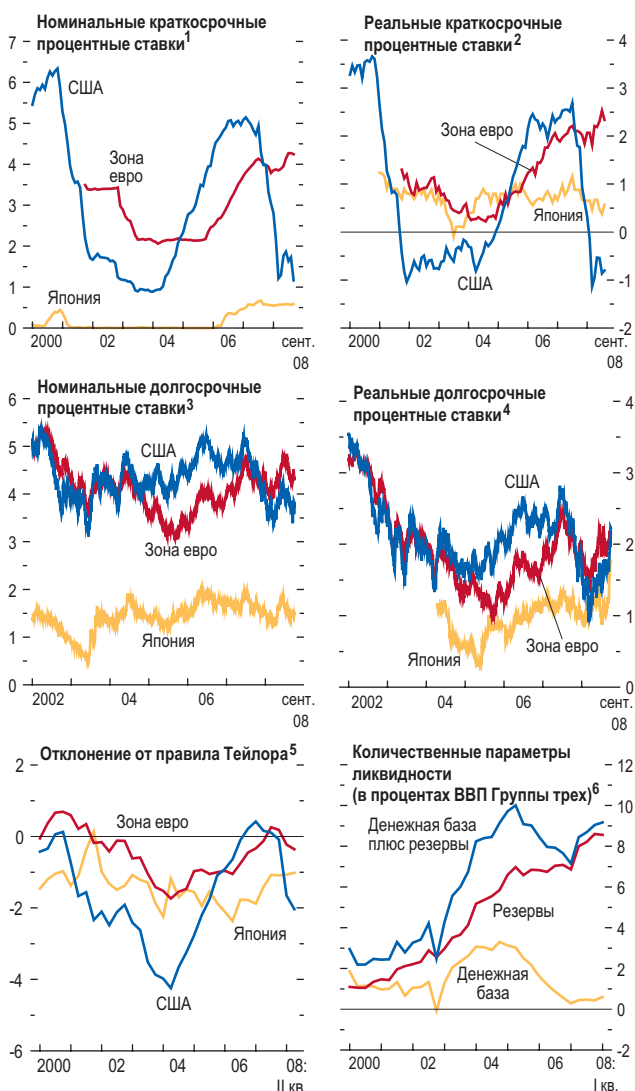
Показатели глобальной ликвидности, представленные на рис. 1.9, дают некоторое, но не окончательное, подтверждение этих опасений. Денежная база крупнейших стран с развитой экономикой, безусловно, быстро росла вплоть до 2005 года, и хотя темпы ее расширения после этого замедлились, продолжающееся активное накопление международных резервов стран с формирующимся рынком означало быстрый рост денежной массы в этих странах. Вместе с тем связь между денежно-кредитными агрегатами и ценами в лучшем случае является слабой в странах с развитой экономикой и недостаточно изученной в странах с формирующимся рынком. Если обратиться к процентным ставкам, то долгосрочные процентные ставки на протяжении всего десятилетия по историческим меркам были низкими, хотя эти ставки, вероятно, в большей мере определяются фундаментальными силами, воздействующими на предложение сбережений и спрос на них, — в том числе высокими нормами сбережений в странах с формирующимся рынком, увеличением государственных сбережений в странах с развитой экономикой и низкими нормами инвестиций во всем мире (кроме Китая), чем параметрами денежно-кредитной политики.

Показатели разрыва между фактическим и потенциальным объемами производства дают более непосредственное доказательство существования избыточного спроса на глобальном уровне. Несомненно, такие показатели неточны, и их следует интерпретировать с осторожностью, что показано во вставке 1.3, в которой обсуждается используемый в издании ПРМЭ подход к оценке потенциального роста и разрывов между фактическим и потенциальным объемами производства. С другой стороны, в конечном счете данные показывают, что уровень активности в мировой экономике несколько выше циклически нейтрального и сопоставим с концом 1990-х годов (рис. 1.10)⁷. На этот раз уровень активности в странах с развитой экономикой, как представляется, ненамного ниже циклически нейтрального, и разрывы между фактическим и потенциальным объемами про-

⁷Вместе с тем следует отметить, что оценки потенциального производства после циклического спада часто пересматриваются в сторону снижения.

Рисунок 1.9. Индикаторы денежно-кредитной политики и ликвидности в некоторых развитых странах
(Процентные ставки в процентах, если не указано иное)

После некоторого периода благоприятных условий в 2001–2005 годах денежно-кредитная политика в странах с развитой экономикой была ужесточена. С начала финансового стресса в августе 2007 года ФРС США принимает самые решительные меры по смягчению направленности политики. Параметры денежно-кредитной политики в зоне евро и в Японии, напротив, оставались в целом без изменений.



Источники: Bloomberg Financial Markets, Eurostat, Haver Analytics, Merrill Lynch, OECD Economic Outlook, расчеты персонала МВФ.

¹Относительно базовой инфляции.

²Трехмесячные казначейские векселя.

³Десятилетние государственные облигации.

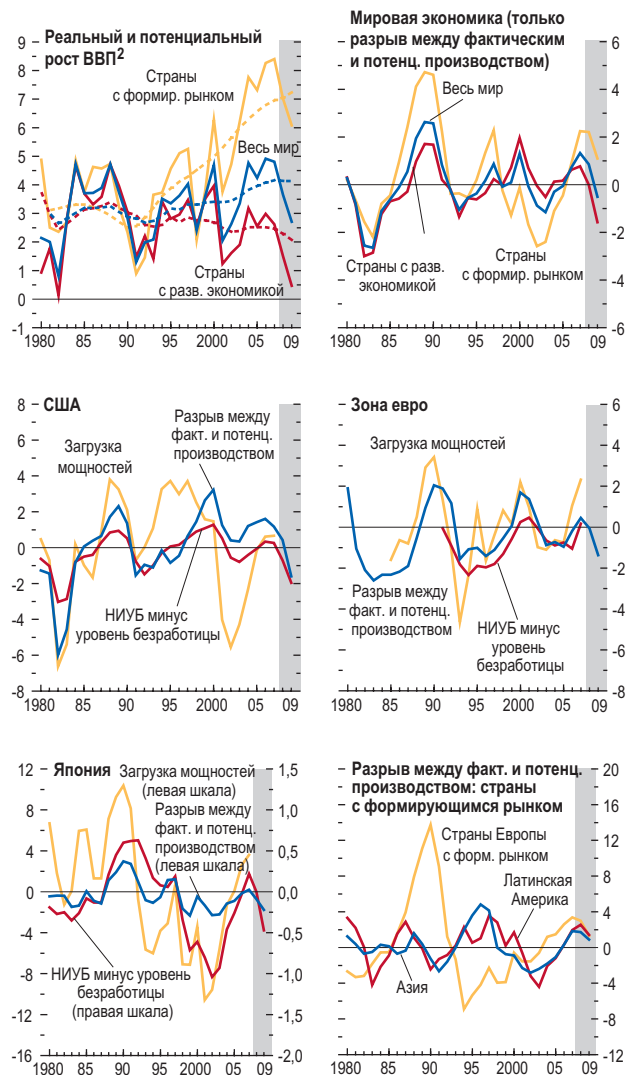
⁴Десятилетние государственные облигации, индексированные по инфляции.

⁵Ставка 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.

⁶Изменение за три года для зоны евро, Японии и США (Группа трех), выраженное в долларах США.

Рисунок 1.10. Показатели разрыва между фактическим и потенциальным объемом производства и давления на производственные мощности¹

После периода роста выше тренда мировая экономика в настоящее время замедляется, и ее рост намного ниже потенциала. В странах с развитой экономикой разрыв между фактическим и потенциальным объемом производства, как предполагается, в 2009 году увеличится до 1–2 процентов ВВП. В странах с формирующимся рынком производство должно оставаться несколько выше циклически нейтрального уровня, хотя давление на производственные мощности должно немного уменьшиться. Методология, использованная для оценки потенциального роста ВВП и разрывов между фактическим и потенциальным объемом производства, разъясняется во вставке 1.3.



Источники: ОЭСР, Economic Outlook, оценки персонала МВФ.

¹Оценки неинфляционного уровня безработицы (НИУБ) получены по данным ОЭСР. Оценки разрыва между потенциальным и фактическим объемом производства в процентах потенциального ВВП основаны на расчетах персонала МВФ. Загрузка мощностей измеряется с помощью отклонений от средних показателей 1980–2007 годов для США (процент от совокупных производственных мощностей) и Японии (индекс использования мощностей для обрабатывающей промышленности) и отклонения для зоны евро в 1985–2007 годы (процент промышленных мощностей).

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

изводства в этих странах, скорее всего, будут увеличиваться, поскольку текущие темпы роста гораздо ниже расчетного потенциала. Напротив, экономика стран с формирующимся рынком, по-видимому, до недавнего времени росла быстрее тренда, и давление, обусловленное нехваткой производственных мощностей, по-прежнему усиливается. Признавая, что оценки разрывов между фактическим и потенциальными объемами производства для этой группы стран особенно подвержены ошибке, эти оценки в целом согласуются с наблюдаемым в последнее время ускорением инфляции.

Таким образом, несмотря на действительность имеющиеся некоторые свидетельства того, что денежно-кредитная политика на общемировом уровне, возможно, была излишне мягкой и что мировая экономика, возможно, превысила совокупную предельную скорость, давление со стороны избыточного спроса, как представляется, сконцентрировано в странах с формирующимся рынком и не кажется чрезмерным на совокупном уровне по меркам других недавних экономических циклов. Возможно, эти макроэкономические факторы и сыграли определенную роль, тем не менее трудно объяснить глубину недавнего стресса на финансовых рынках, рынках жилья и биржевых товаров исключительно с этой макроэкономической точки зрения.

Перспективы выхода из кризиса

Перспективы развития мировой экономики на момент отправки настоящего доклада в печать отличаются исключительной неопределенностью. Основное допущение, лежащее в основе базисных прогнозов, — успех принятых правительствами США и европейских стран комплексных мер, направленных на стабилизацию условий на финансовых рынках и предотвращение дальнейших системных событий. Тем не менее, на протяжении 2008 и 2009 годов серьезная напряженность на рынках, по-видимому, сохранится. Для восстановления доверия к стоимостной оценке активов и уменьшения обеспокоенности относительно контрагентов потребуется время даже в случае успешной реализации плана по удалению проблемных активов из балансов банков США. Кроме того, банки по-прежнему будут испытывать давление, обусловленное необходимостью в дополнительном капитале, а также растущими убытками по кредитам, выданным различным секторам экономики. Детальные прогнозы, представленные в октябрьском выпуске «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности» 2008 года

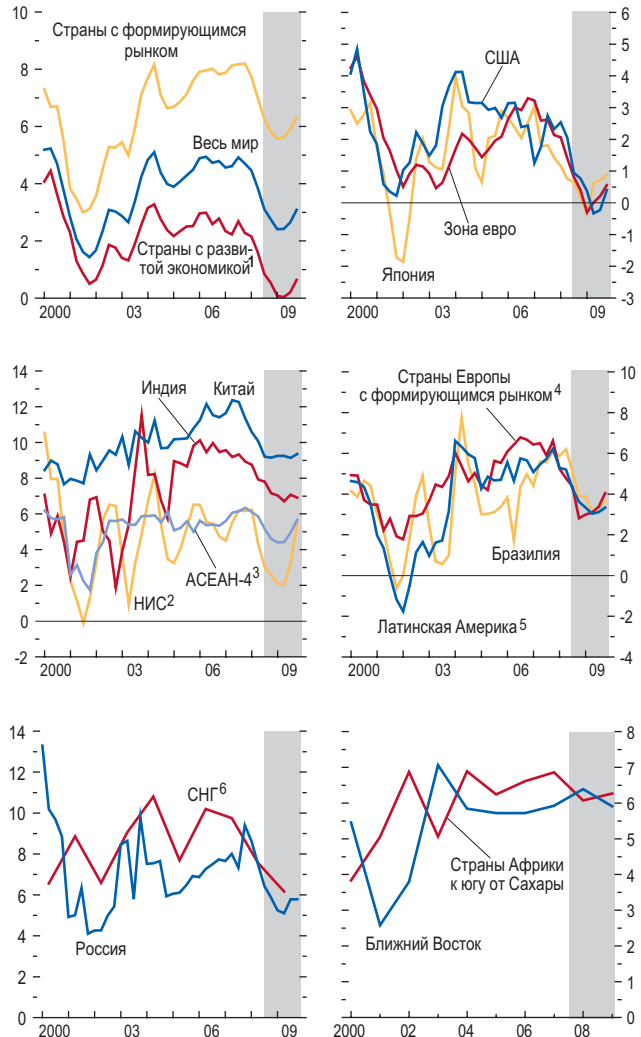
(IMF, 2008b), показывают, что в результате устойчивого сокращения доли заемных средств рост кредита в странах с развитой экономикой в течение 2009 года и даже после этого снизится до очень низких уровней, тогда как спреды по более рискованным классам активов останутся широкими. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны по-прежнему будут сталкиваться с трудными условиями привлечения внешнего финансирования, при этом особенно сильное давление будут испытывать страны, имеющие крупный дефицит счетов текущих операций или иные уязвимые места.

При условии, что не последуют дальнейшие потрясения в области предложения или существенное ухудшение перспектив экономического роста, на рынках биржевых товаров прогнозируется сохранение цен примерно на текущем высоком уровне, в соответствии с ценообразованием на форвардных рынках. Так, цена на нефть в 2009 году в среднем составит примерно 100 долларов за баррель. Однако рынки, скорее всего, останутся изменчивыми и будут быстро реагировать на изменение представлений о тенденциях спроса и предложения.

На этом фоне базисные прогнозы показывают, что мировая экономика переживает серьезный спад, сопровождающийся падением темпов роста до самого низкого уровня после рецессии 2001–2002 годов. Согласно прогнозам, постепенное оживление начнется во второй половине 2009 года, однако предполагается, что рост мировой экономики вернется к тренду не ранее 2010 года. Важными факторами, способствующими последующему оживлению, будут ликвидация неблагоприятных эффектов изменения условий торговли по мере стабилизации цен на биржевые товары, поворот тенденции на жилищном рынке США и повышение уверенности в том, что проблемы ликвидности и платежеспособности основных финансовых организаций решаются. Ожидается, что в годовом исчислении глобальные темпы роста замедлятся с 5,0 процента в 2007 году до 3,9 процента в 2008 году и 3,0 процента в 2009 году (см. таблицу 1.1 и рис. 1.11). Это значительно ниже прогнозов, представленных в июльском выпуске Бюллетеня «Перспектив развития мировой экономики» 2008 года, что объясняется все большим числом появляющихся в последние месяцы указаний на замедление экономической активности, дальнейшее развитие финансового кризиса и более глубокое понимание того, насколько вероятно, что сокращение доли заемных финансовых средств станет долговременным ограничением роста.

Рисунок 1.11. Перспективы развития мировой экономики
(Реальный ВВП, процентное изменение относительно значения годом ранее)

Во второй половине 2008 года и начале 2009 года ожидается дальнейшее замедление роста мировой экономики, затем начнется ее постепенный подъем. Спад наиболее остро отразится на странах с развитой экономикой, которые окажутся на грани рецессии или будут ее испытывать. Рост также будет умеренным в странах с формирующимся рынком, особенно в странах Азии, Европы и Латинской Америки с тесными торговыми связями.



Источники: Naver Analytics, оценки персонала МВФ.

¹Австралия, Канада, Дания, зона евро, Новая Зеландия, Норвегия, Соединенное Королевство, Соединенные Штаты Америки, Швейцария, Швеция и Япония.

²К новым индустриальным странам Азии (НИС) относятся Корея, САР Гонконг, Сингапур и Тайвань, провинция Китая.

³Индонезия, Малайзия, Таиланд и Филиппины.

⁴Венгрия, Латвия, Литва, Польша, Чехия и Эстония.

⁵Аргентина, Бразилия, Боливарианская Республика Венесуэла, Колумбия, Мексика, Перу и Чили

⁶Содружество Независимых Государств.

Вставка 1.3. Измерение разрывов между фактическим и потенциальным объемом производства

Обеспокоенность ростом инфляции заставляет обращать все более пристальное внимание на проблему возможного перегрева экономики, а также на способы оценки производственных мощностей страны. При прочих равных обстоятельствах экономика, работающая с превышением потенциала (с положительным разрывом между фактическим и потенциальным объемом производства), скорее всего, столкнется с растущим инфляционным давлением, тогда как в экономике, которая находится в пределах своего потенциала (с отрицательным разрывом между фактическим и потенциальным объемом производства), обычно будет наблюдаться снижение инфляции. Измерения потенциала важны и для других целей, в том числе для оценки направленности налогово-бюджетной политики в течение цикла, как это отмечается в главе 5. В целом представления о текущей и будущей циклической позиции экономики имеют критическое значение для принятия взвешенных решений в сфере денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики.

Вместе с тем оценка разрывов между фактическим и потенциальным объемом производства представляет собой в высшей степени неточное исследование, поскольку производственные мощности для страны в целом не поддаются прямому наблюдению (хотя для ряда отраслей обычно возможно проведение некоторых оценок мощностей, например, для промышленности). Соответственно, использовалось сочетание подходов с различными уровнями сложности, скорректированными с учетом ограничений данных. В настоящей вставке анализируются методы, которые применяются при оценке разрывов между фактическим и потенциальным объемом производства в прогнозах «Перспектив развития мировой экономики» (ПРМЭ), а также рассматривается разрабатываемый в настоящее время новый подход на основе модели.

Измерение разрывов между фактическим и потенциальным объемом производства. Для большинства стран с развитой экономикой оценки разрывов между фактическим и потенциальным объемом производства, используемые в ПРМЭ, получены из оценки потенциального ВВП на основе метода производственной функции. В рамках такого подхода оценивается производственная функция для страны, увязывающая производство и измеряемые ресурсы рабочей силы и капитала. Остаток представляет собой оценку совокупной факторной производительности (СФП) страны, которая затем может быть связана с независимыми переменными, такими как конкуренция, структурные реформы и доля импорта в экономике¹. В литературе

Основными авторами вставки являются Чарльз Коллинс, Даглас Лэкстон и Наталия Тамириса при участии Джанни де Николо и поддержке Эркумента Тулуна.

значительное внимание уделялось разработке все более точных оценок факторов производства, например, посредством корректировки затрат труда с учетом воздействия образования и обучения на качество рабочей силы и введения показателя потока капитальных услуг, а также попыткам дать объяснение остатку СФП.

Преимущество такого подхода заключается в том, что после определения базисного соотношения можно произвести оценку воздействия меняющихся факторов, которые влияют на потенциальный рост, — например, воздействия демографических показателей на рост трудовых услуг и влияния норм инвестирования на капитальные услуги.

В случае стран с формирующимся рынком данных по затратам труда и капитала обычно оказывается недостаточно для использования подхода на основе производственной функции. Кроме того, возможность быстрых изменений после коренных реформ ограничивает непрерывность деятельности и в дальнейшем будет осложнять применение подхода. Таким образом, оценки разрывов между фактическим и потенциальным объемом производства, представленные в настоящем издании ПРМЭ, опираются на методики временных рядов данных, применяемых для оценки тренда ВВП на основе наблюдаемых и прогнозируемых рядов данных ВВП. Более конкретно, в представленных данных о производстве использовались фильтры Ходрика-Прескотта (ХП), которые разлагают временные ряды на компонент тренда и циклический компонент (Hodrick and Prescott, 1997), с применением коэффициента λ , равного 100, для годовых данных².

Несмотря на простоту и широкое использование, одна из сложностей применения фильтров ХП (и в более общем случае — методик временных рядов данных) связана с чувствительностью оценок к выбору конечной точки. В качестве грубой аппроксимации фильтр ХП применяется к данным (в логарифмической форме) за период 1980–2008 годов (которые по существу могут рассматриваться как данные прошлых периодов), а также к данным и прогнозам за период 1980–2013 годов. Для последних оценок учитываются оптимальные прогнозы страновых экономистов МВФ в отношении среднесрочных перспектив экономического роста. Затем потенциальное производство и разрывы между фактичес-

¹Пример такого подхода приведен во вставке 3.1 «Перспектив развития мировой экономики» за сентябрь 2006 года.

²Результаты фильтрования в значительной мере зависят от значения параметра сглаживания λ . Величина 100 хорошо учитывает особенности цикла деловой активности США, но оказалась в меньшей степени применима в отношении других стран.

ким и потенциальным объемом производства рассчитываются как среднее этих двух оценок.

Применение такой методики к данным 1980–2008 годов указывает на значительное ускорение потенциальных темпов роста в последнее десятилетие в странах с формирующимся рынком (первый рисунок, левый столбец). Согласно оценкам, масштабы ускорения оказываются еще больше в случае использования данных, включающих среднесрочные прогнозы. Если применять любой из рядов данных, выясняется, что страны с формирующимся рынком относятся к функционирующим значительно выше потенциала (особенно страны Европы и Латинской Америки с формирующимся рынком), а при использовании более консервативных оценок потенциального роста такое превышение в каждом регионе в 2008 году достигает 4 процентов ВВП³.

Количественная оценка воздействия потрясений цен на нефть на потенциальное производство. Одна из актуальных проблем связана с тем, в какой степени недавнее повышение цен на нефть — в случае их сохранения — может повлиять на уровень и темпы роста потенциального производства. Нефть является одним из важнейших ресурсов при производстве многих товаров и услуг, отчасти в результате ее использования на транспорте. При росте относительной цены на нефть приходится более интенсивно использовать другие факторы производства (капитал и труд), количество которых ограничено и которые в краткосрочной перспективе имеют ограниченные возможности замещения, что подразумевает падение производственного потенциала. Воздействие темпов роста потенциального производства будет зависеть от того, насколько быстро выпуск продукции приблизится к своему долгосрочному уровню⁴.

Оценки Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), опирающиеся на подход на основе производственной функции, показывают, что увеличение цены на нефть по сравнению с ее средним уровнем за 20 лет на 240 процентов в США и на 170 процентов в зоне евро (до 120 долларов США за баррель)

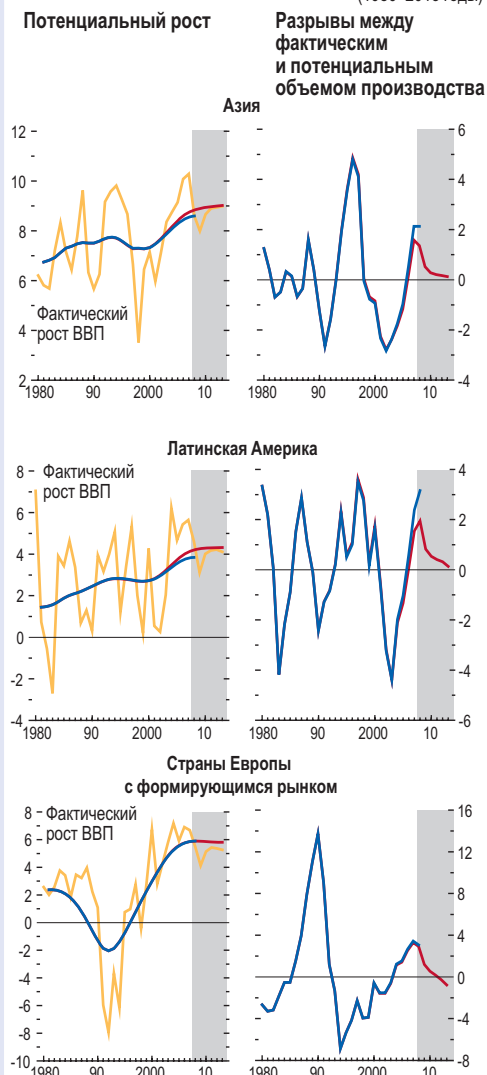
³В работе Vamvakidis (2008) проводится сопоставление оценок потенциального роста по странам Европы с формирующимся рынком, полученных с помощью фильтра ХП, с использованием подхода на основе производственной функции и уравнения роста, которое аналогично спецификации, применявшейся в работе Barro and Sala-i-Martin (2004). Подход на основе производственной функции приводит к самым высоким оценкам потенциального роста при условии продолжающегося стабильного увеличения СФП.

⁴Например, публикации в прессе свидетельствуют о том, что в автомобильной отрасли США в настоящее время ведется интенсивное переоснащение заводов по производству автомобилей для выпуска более компактных и энергетически более эффективных транспортных средств.

Потенциальный рост и разрыв между фактическим и потенциальным объемом производства в странах с формирующимся рынком

Хотя потенциальные темпы роста в странах с формирующимся рынком за последнее десятилетие, вероятно, повысились, методы анализа временных рядов показывают, что в последнее время темпы роста опережали потенциальные, а это подразумевает возникновение значительных разрывов между фактическим и потенциальным объемом производства примерно в последний год. Расчетная величина разрыва зависит от выбора конечной точки и, по мнению персонала МВФ, от степени повышения потенциального роста.

— С использованием фильтра ХП¹ (1980–2008 годы) — С использованием фильтра ХП¹ (1980–2013 годы)



Источник: оценки персонала МВФ.
¹ХП = фильтр Ходрика–Прескотта.

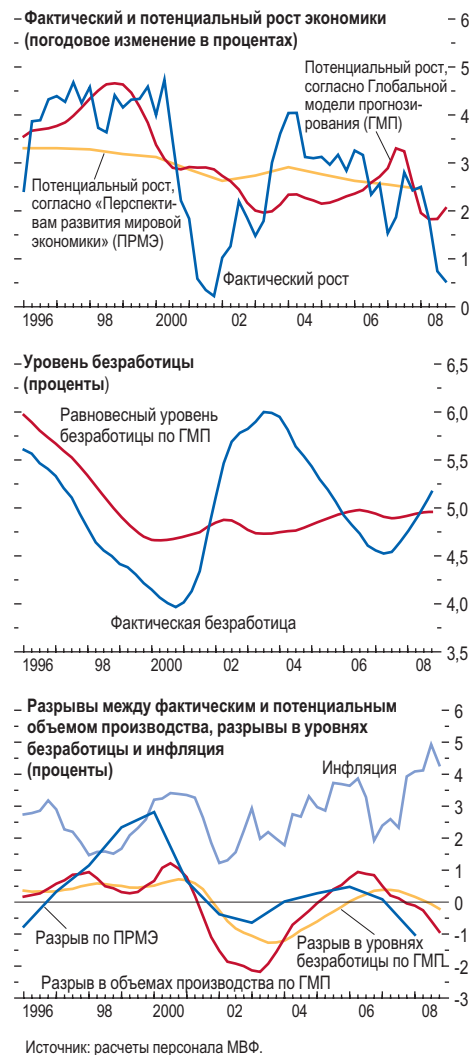
Вставка 1.3 (окончание)

приведет к снижению потенциала производства на 4 процента в США и на 2 процента в зоне евро (OECD, 2008). Воздействие на производственный потенциал в США оказывается выше из-за более высокой доли нефти в производстве и слабеющего доллара. По оценкам на основе средних показателей утилизации и замещения существующих основных фондов, в первый год корректировки потенциальный рост снизится на 0,2 процентного пункта в США и на 0,1 процентного пункта в зоне евро. Вместе с тем в условиях масштабного потрясения относительных цен корректировка вполне может происходить быстрее, поскольку темпы восстановления, вероятно, ускорятся, хотя для энергоемких основных фондов сроки службы часто выше среднего уровня.

Модельные оценки разрывов между фактическим и потенциальным объемом производства. Последние разработки глобальной модели прогнозирования (ГМП) позволили получить согласованные модельные оценки потенциального выпуска продукции, а, следовательно, и разрыва между фактическим и потенциальным объемом производства, с использованием информации о наблюдаемых переменных, например, о ВВП, уровне занятости и инфляции. Подобно любой макроэкономической модели, ГМП содержит систему уравнений, набор ключевых наблюдаемых переменных и несколько ненаблюдаемых, но критически важных переменных (в частности, к ним относится потенциальное производство). Оценки ненаблюдаемых переменных могут опираться на прогнозирующие возможности. При проведении процедуры с использованием этого критерия из всех экономически вероятных траекторий динамики потенциального производства выбирается та, которая наиболее точно предсказывает наблюдаемые переменные в модели. Иными словами, в данном процессе «выводятся» значения ненаблюдаемых переменных, подразумеваемые структурой модели и динамикой наблюдаемых переменных.

В этом отношении модель содержит два важнейших уравнения. Первое связывает инфляцию с разрывом между фактическим и потенциальным объемом производства. Второе представляет собой динамический закон Оукена, который связывает разрывы в уровнях занятости (фактический минус равновесный уровень) с динамикой разрыва между фактическим и потенциальным объемом производства прошлых периодов.

Альтернативные показатели потенциального роста в США



Модельная методика имеет менее механический характер и обладает гораздо более обширным экономическим содержанием, чем фильтры ХП и другие одномерные фильтры. Она обеспечивает потенциально значимое улучшение, особенно при оценке текущего уровня потенциального производства в реальном времени, хотя и требует более совершенного моделирования, чем простые фильтры, подобные фильтру ХП.

На втором рисунке приводятся некоторые иллюстративные оценки ГМП для США, которые противопоставляются оценкам ПРМЭ, полученным на основе подхода производственной функции⁵. В верхней части сопоставляются оценки потенциального роста по ГМП и по ПРМЭ. Оценки по ГМП демонстрируют гораздо более существенную дисперсию, чем оценки по ПРМЭ. Этого следует ожидать, если принять во внимание тот факт, что первые меняются в соответствии с итоговыми показателями инфляции и безработицы.

Рисунок показывает заметное расхождение между двумя оценками во второй половине 1990-х годов — в период активного увеличения производства и снижения безработицы при стабильных темпах инфляции. Согласно модели, эти факты интерпретируются как согласующиеся с более заметным увеличением темпов роста потенциального производства в течение данного периода (а, следовательно, с постоянным увеличением трендового уровня производства) и снижением равновесного (или естественного) уровня безработицы (средняя часть). К концу десятилетия обе оценки отражали инфляционное давление, которое определялось по разрыву между фактическим и потенциальным объемом производства или по отклонению уровня безработицы от равновесного, однако роль инфляционного давления в модельной оценке была менее значительна. Кроме того, оценка отрицательного разрыва между производственной мощностью и выпуском продукции по ГМП в период спада 2001–2002 годов была существенно выше, чем оценка по ПРМЭ.

Растущее расхождение вновь становится очевидным в 2008 году, когда потенциальный рост по ГМП упал с 3 до 2 процентов, тогда как показатель по ПРМЭ продолжает изменяться более плавно. Одним из основных факторов является резкое увеличение стоимости энергоносителей, что заставляет темпы роста производительности по ГМП несколько снизиться относительно их долгосрочного уровня. Это подразумевает меньший по величине отрицательный разрыв между фактическим и потенциальным объемом производства по ГМП в 2008 году, а, следова-

⁵В существующих версиях ГМП к наблюдаемым переменным для экономики США относятся цены на нефть, общая инфляция ИПЦ, реальный ВВП, безработица, обменные курсы, ставка по федеральным фондам и показатель напряженности в сфере банковского кредитования. Последняя переменная рассчитывается по данным обзорных мнений в отношении практики банковского кредитования, проводимого старшим кредитным инспектором Совета управляющих Федеральной резервной системы.

Разрыв между фактическим и потенциальным объемом производства в отдельных странах Латинской Америки
(Проценты)



Источник: расчеты персонала МВФ.
¹Агрегированные данные по Бразилии, Колумбии, Мексике, Перу и Чили.

тельно, меньшее понижательное давление на темпы базовой инфляции, чем по ПРМЭ.

На третьем рисунке приводятся оценки разрыва между фактическим и потенциальным объемом производства на основе применения подхода ГМП к группе из пяти стран Латинской Америки. Ряд данных по разрыву между фактическим и потенциальным объемом производства достаточно точно отслеживает оценки, полученные на основе подхода с использованием фильтра ХП, что обеспечивает определенную поддержку применению фильтра ХП в качестве обоснованной первой попытки оценить разрыв между фактическим и потенциальным объемом производства внутри группы стран.

В целом представляется маловероятным, что в обозримом будущем будет найдено методологическое универсальное решение для оценки потенциального производства и разрывов между фактическим и потенциальным объемом производства. Между тем директивные органы по-прежнему будут полагаться на эклектический подход, который опирается на различные показатели неиспользованных ресурсов экономики (разрывы между фактическим и потенциальным объемом производства и разрывы в уровнях безработицы), а также на обзорные показатели загрузки мощностей и индикаторы с высокой периодичностью; кроме того, они постоянно будут сверять имеющиеся оценки с реальностью.

Особенно слабый рост в оставшуюся часть 2008 года и в первой половине 2009 года ожидается в странах с развитой экономикой. Показатели роста экономики США в течение указанного периода опустятся до нулевых или отрицательных значений, поскольку поддержка со стороны бюджетного стимула ослабевает, темпы роста экспорта замедляются, а жесткие финансовые условия наносят все более серьезный ущерб экономике. Последующее улучшение в жилищном секторе и более стабильные цены на нефть должны помочь заложить основы для начинающегося подъема во второй половине 2009 года, но ожидается, что оживление экономики будет носить гораздо более постепенный характер, чем в прошлых циклах деловой активности, поскольку ограничения кредита продолжают подавлять внутренний спрос⁸. Предполагается, что большинство других стран с развитой экономикой в 2008 году и в первой половине 2009 года также испытает период крайне медленного роста или сокращения, и небольшой подъем будет наблюдаться в них только во второй половине 2009 года. Действительно, согласно текущим прогнозам, как в 2008 году, так и в 2009 году темпы роста всех стран Группы семи, кроме Канады, составят менее одного процента (в четвертом квартале по сравнению с четвертым кварталом предыдущего года).

По прогнозам, рост в странах с формирующимся рынком и в развивающихся странах также продолжит замедляться и во второй половине 2008 года и начале 2009 года опустится несколько ниже тренда, прежде чем подняться в течение этого года. Согласно прогнозам, в указанный период общий рост останется намного выше темпов, наблюдавшихся в ходе мирового экономического спада 2001–2002 годов. Рост экспорта будет и далее замедляться, внутренний спрос также снизится, несмотря на продолжающуюся поддержку спроса за счет высоких показателей прироста производительности, достигнутых в последние годы. Ожидается, что страны-экспортеры биржевых товаров — в особенности экспортеры нефти — сохранят свои темпы роста, однако рост в странах, зависящих от импорта продуктов питания и топлива или от внешнего финансирования, ощутимо замедлится. Чистый внешний приток капитала, по прогнозам, в совокупности уменьшится в два раза, и некото-

рые страны могут столкнуться со значительным давлением на резервную позицию.

В плане инфляции рост неиспользуемых мощностей в сочетании со стабилизацией цен на биржевые товары, как ожидается, будет сдерживать темпы роста цен в странах с развитой экономикой и позволит к концу 2009 года вернуть инфляцию до уровня менее 2 процентов. Согласно прогнозам, в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах инфляция на конец 2008 года сохранится на уровне примерно 8 процентов, поскольку недавние повышения цен на биржевые товары продолжают стимулировать ее рост. В 2009 году ожидается снижение инфляции до 6¼ процента, однако в ряде стран она останется значительно выше целевых уровней, установленных центральными банками.

Баланс рисков для роста, связанных с этим уточненным базисным сценарием, смещен в сторону недостижения показателей, что наглядно показывает веерная диаграмма мирового объема производства (рис. 1.12)⁹. Главный риск снижения роста касается двух связанных между собой финансовых проблем: возможности сохранения крайней финансовой напряженности, а также того, что ограничение доступа к кредитам в результате сокращения доли заемных средств может оказаться более глубоким и продолжительным, чем предусмотрено в базисном сценарии. Кроме того, ухудшение ситуации на рынке жилья США может продлиться дольше, чем предполагалось, а ослабление на рынках жилья европейских стран может оказаться более широкомасштабным. Риски для роста, связанные с инфляцией, в настоящее время являются более сбалансированными, учитывая снижение цен на биржевые товары и траекторию более медленного роста мировой экономики. Глобальные дисбалансы остаются проблемой, однако акцент несколько сместился, и в настоящее время основное внимание привлекают не потенциальные проблемы финансирования дефицита счета текущих операций США, а риски, обусловленные необходимостью «рециклирования» значительного профицита экспортеров нефти, и риски протекционизма, возникающие теперь, когда переговоры в рамках Дохского раунда опять остановились.

⁸Вместе с тем сам по себе медленный рост кредитов не обязательно препятствует оживлению экономики. Данные, касающиеся последних экономических циклов, свидетельствуют о том, что активность обычно восстанавливается до начала подъема в рамках кредитного цикла (Claessens, Kose, and Terrones, готовится к печати).

⁹В приложении 1.1 кратко рассматриваются этот и другие подходы, использованные здесь для оценки риска и представления информации о нем, в том числе методология, использованная при построении веерной диаграммы роста и связанных с ним факторов риска, и обсуждается проводимая в настоящее время работа, направленная на повышение качества этих оценок.

Риски для финансовых рынков

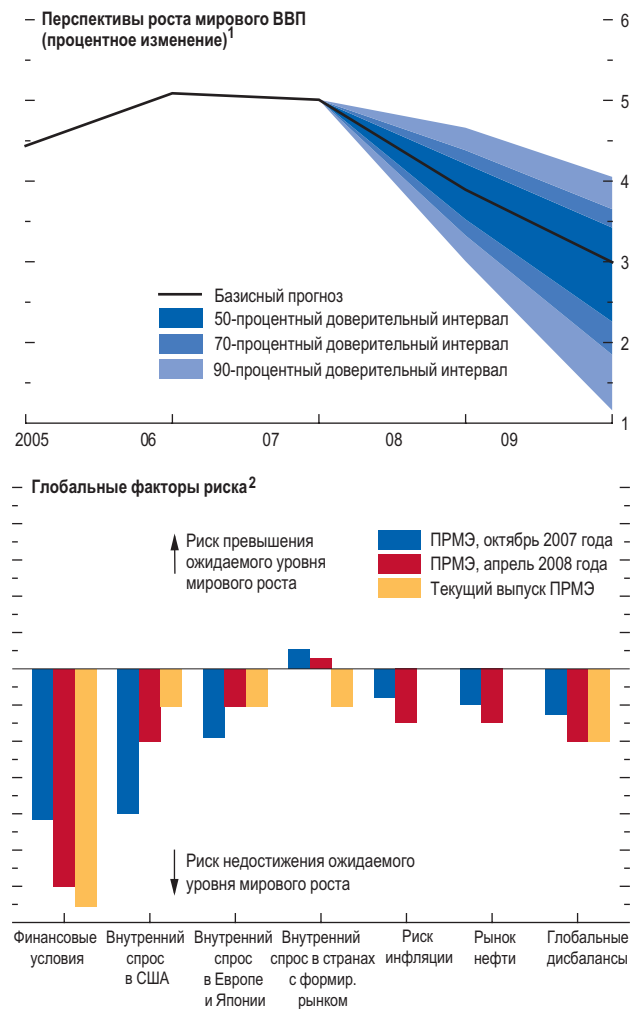
Риски, связанные с финансовыми рынками, остаются острыми и вызывают еще большую обеспокоенность, чем во время подготовки апрельского выпуска «Перспектив развития мировой экономики» 2008 года. Несмотря на беспрецедентные меры, принимаемые финансовыми органами для предотвращения системных событий, и важную новую инициативу, призванную помочь банкам в США решить проблемы неликвидных активов, рынки по-прежнему находятся в состоянии тяжелого стресса, и угроза неупорядоченного сокращения доли заемных средств остается серьезным риском для перспектив экономического развития.

После событий последних недель сохраняются значительные опасения по поводу платежеспособности финансовых организаций в странах с развитыми рынками, которые столкнулись с растущими убытками, жесткими условиями финансирования и сокращением капитальной базы. Успешная реализация плана правительства США по покупке проблемных активов со временем должна уменьшить такие риски, ограничив возможность снижения темпов роста, связанную с зависимостью организаций США от ситуации на рынке недвижимости США, однако низкий уровень капитала банков может остаться серьезной проблемой, в особенности потому, что продажа активов может означать признание более крупных убытков, а ослабление активности, скорее всего, приведет к увеличению убытков по широкому кругу активов в США и Европе. Более того, до тех пор пока не будет восстановлено доверие со стороны контрагентов, вероятно, будет сохраняться значительное давление, обусловленное трудностями привлечения финансирования.

С этим вопросом связана обеспокоенность тем, что процесс сокращения доли заемных средств и улучшения балансов может оказаться более глубоким и более продолжительным, чем прогнозировалось, а это означает, что сопряженные с доступом к кредиту ограничения для экономического роста могут оказаться более серьезными, чем заложено в базисном сценарии. На данный момент трудно судить, насколько потребуются повысить уровни капитала банков, чтобы участники рынка и органы регулирования сочли их достаточными. Как представляется, вполне вероятно, что под давлением событий последних недель банки активизируют усилия по снижению доли заемных средств и будут проявлять крайнюю осмотрительность при выдаче новых кредитов, поскольку финансо-

Рисунок 1.12. Факторы риска, угрожающие глобальным перспективам

Риски для перспектив роста смещены в сторону ухудшения. Наибольшую обеспокоенность вызывает опасность того, что финансовая напряженность окажется более интенсивной и более продолжительной, чем уже предполагалось в базисных прогнозах. Негативные риски также сопряжены с опасениями относительно внутреннего спроса и глобальными дисбалансами, тогда как риски, связанные с инфляцией и рынком нефти, сейчас представляются сбалансированными.



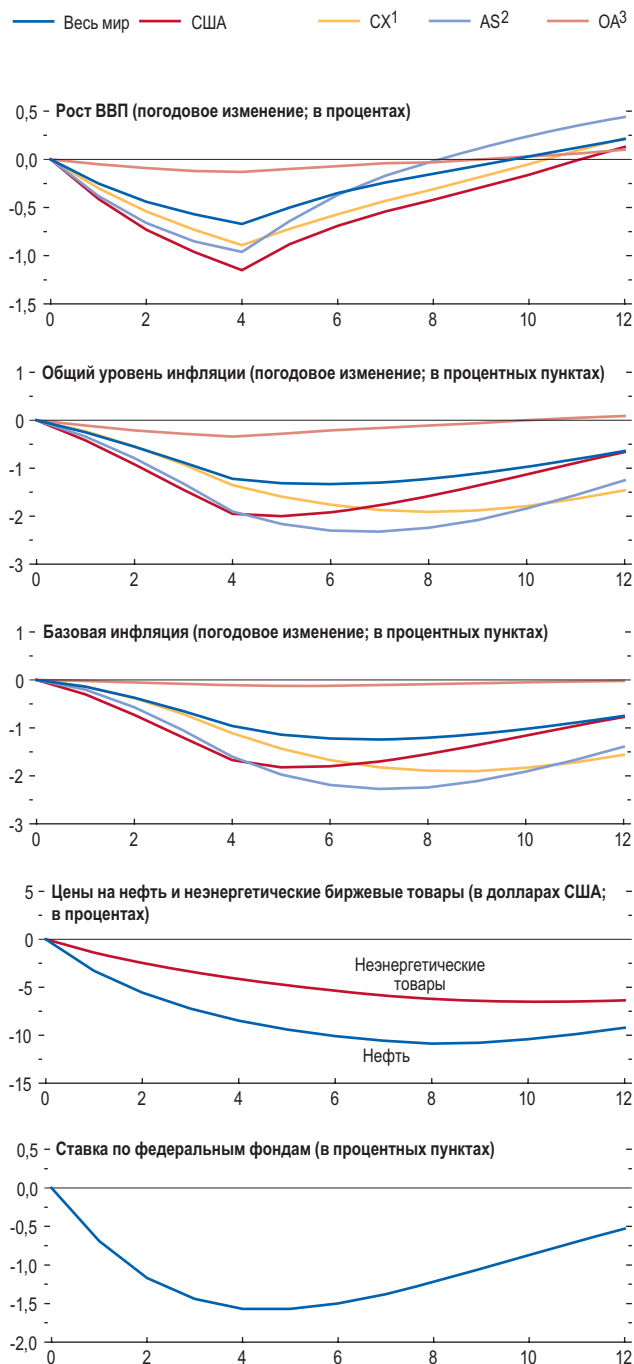
Источник: оценки персонала МВФ.

¹Верная 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. См. более подробно вставку 1.3 в апрельском выпуске «Перспектив развития мировой экономики» 2008 года.

²На диаграмме указан вес каждого фактора риска в общем балансе рисков, угрожающих росту мировой экономики, что отражено степенью асимметричности в функции плотности вероятности для роста мирового ВВП, как показано на верной диаграмме. Баланс рисков смещен вниз, если ожидаемая вероятность результатов ниже центрального или модального прогноза (общая «вероятность ухудшения») превышает 50 процентов (вставка 1.3 в апрельском выпуске «Перспектив развития мировой экономики» 2006 года). Степень асимметричности в функции плотности вероятности на верной диаграмме зависит от различных источников риска и их возможного воздействия, а также от стандартного отклонения прошлых ошибок прогнозирования, которое зависит, среди прочего, от продолжительности горизонта прогнозирования. Для сопоставимости факторов риска в прогнозах разных периодов их веса пересчитываются с учетом различий в стандартных отклонениях.

Рисунок 1.13 Воздействие финансового шока на мировую экономику

(Отклонение от контрольных значений; кварталы на оси x)



Источник: расчеты персонала МВФ, основанные на имитационных моделях БК-ГМЭ.

¹СХ = экспортеры сырьевых товаров.

²АС = страны Азии с формирующимся рынком.

³ОА = другие страны с развитой экономикой.

вые условия остаются весьма изменчивыми. Более того, перспективы привлечения капитала являются весьма неопределенными, особенно с учетом крупных убытков, понесенных держателями акций в ходе недавних операций по санации, и сохраняющихся сомнений по поводу стоимостной оценки активов. В базисном сценарии предусмотрено, что в странах с развитой экономикой продолжится умеренный рост кредита, в соответствии с прогнозами, представленными в октябрьском выпуске «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности» 2008 года (IMF, 2008b), но предложение кредита в рамках «стрессового сценария» сократится, что учтено в более решительных действиях по сокращению доли заемных средств.

Последние события наглядно показали уязвимость стран с формирующимся рынком по отношению к потрясениям на финансовых рынках развитых стран. Более активный или более широкомасштабный процесс уменьшения доли заемных средств в банках США и Европы или возрастающая несклонность инвесторов к риску могут привести к дальнейшему сокращению притока банковских и портфельных средств в страны с формирующимся рынком, что окажет особенно сильное давление на страны, экономика которых считается уязвимой, в том числе страны, имеющие крупный дефицит счета текущих операций, например, некоторые страны Европы с формирующимся рынком, или страны, в которых наблюдался быстрый рост кредита, опирающийся на значительный приток капитала, например, Россия и другие страны Содружества Независимых Государств. Дальнейшее сокращение потоков финансирования в период замедления деловой активности будет оказывать все возрастающее давление на условия внутреннего кредитования, что приведет к увеличению нагрузки на финансовых посредников и заемщиков.

Общемировые последствия усиления финансовой напряженности проиллюстрированы на рисунке 1.13, который основан на имитационных расчетах по глобальной модели общего равновесия (БК-ГМЭ)¹⁰. Шок моделируется как дополнительное расширение на 100 базисных пунктов спредов по кредитам в США и более ограниченное их увеличение в других странах, что сочетается с утратой доверия, которое вызывает падение

¹⁰БК-ГМЭ представляет собой вариант глобальной модели экономики (ГМЭ) МВФ, разработанный совместно с Банком Канады, который включает смоделированные в явном виде рынки нефти и других секторов биржевых товаров.

курсов акций еще на 10 процентов. В результате внутренний спрос в США по сравнению с базисным сценарием замедлится, что приведет к снижению темпов роста реального ВВП в следующем году еще на 1 процентный пункт, причем негативное воздействие этого снижения будет сохраняться в течение трех лет. Следствием этого будет существенно более глубокая рецессия в США, за которой последует только постепенный подъем; в других странах будут наблюдаться аналогичные, хотя и менее ярко выраженные эффекты. Более медленный глобальный рост, скорее всего, приведет к снижению цен на биржевые товары и увеличению разрывов между фактическим и потенциальным объемами производства, что ослабит давление на инфляцию и обеспечит больше возможностей для снижения процентных ставок интервенции.

Риски для внутреннего спроса в странах с развитой экономикой

В странах с развитой экономикой сохраняются совершенно очевидные риски снижения внутреннего спроса. С только что рассмотренными финансовыми рисками связана угроза более глубоких и продолжительных корректировок на рынке жилья, чем предусмотрено в прогнозе. Вмешательство в деятельность ПСГ и план покупки проблемных активов должны до некоторой степени ослабить риски на рынке США, обеспечив гарантии доступности жилищного финансирования и уменьшив риски распродажи убыточной недвижимости в условиях падающего рынка. Более того, стоимостная оценка жилья в США приходит в большее соответствие с экономическими детерминантами, объем жилищного строительства уже близок к самому низкому уровню за 40 лет, а объемы непроданного жилья сокращаются. Вместе с тем сохраняется реальная вероятность того, что цены на жилье в США и уровень активности в жилищном секторе не достигнут прогнозируемой низшей точки в 2009 году и вместо этого на фоне все еще депрессивных настроений рынка произойдет их чрезмерное снижение. Перспективы рынка жилья в Западной Европе являются неопределенными, и на его динамику может повлиять уменьшение доли заемных средств, которое ограничивает предложение ипотечного финансирования. Поэтому нынешние спады могут усугубиться, и снижение цен на жилье и резкое сокращение инвестиций в жилье может охватить более широкий круг стран.

Возможность более высокой, чем прогнозируется, устойчивости внутреннего спроса в усло-

виях напряженной кредитной ситуации говорит в пользу некоторого повышения оценок прогноза. Балансы нефинансовых корпораций в целом являются прочными — по сравнению с первыми годами текущего десятилетия они значительно улучшились, — а их рентабельность высока, хотя спреды по корпоративным облигациям в последние недели резко расширились. Ввиду стабилизации цен на нефть потребление в зоне евро может оказаться более высоким, чем прогнозируется, в особенности потому, что уровни безработицы остаются исключительно низкими, а балансы домашних хозяйств прочнее, чем в США.

Риски для внутреннего спроса в странах с формирующимся рынком

Риски для внутреннего спроса в странах с формирующимся рынком в настоящее время явно указывают на возможность его снижения. Главную обеспокоенность в этих странах вызывает внешний спрос — подверженность риску в связи с замедлением роста мировой торговли, ужесточением условий внешнего финансирования и неблагоприятными шоками в области условий торговли, однако ухудшение условий на финансовых рынках и корректировки на рынках жилья могут негативно сказаться и на внутреннем спросе. Страны, допустившие ситуацию, когда легкий доступ к внешнему финансированию и высокие доходы от продажи биржевых товаров привели к быстрому росту внутреннего кредита и значительному росту государственных расходов, подвержены особенно сильному риску «внезапной остановки» притока капитала, которая может оказать разрушительное воздействие на внутренние финансовые условия и нанести мощный удар по внутреннему спросу. С другой стороны, остается возможность неожиданного увеличения внутреннего спроса, например, в Китае, где правительство оперативно приняло меры, направленные на поддержку экономического роста.

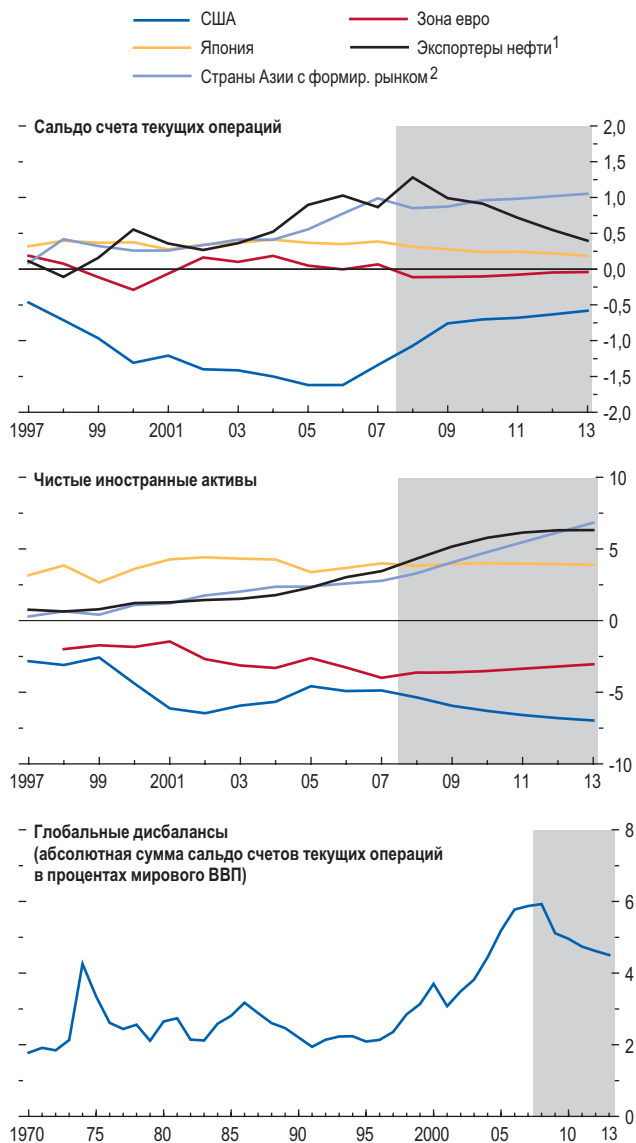
Риски инфляции

По сравнению с апрельским выпуском «Перспектив развития мировой экономики» 2008 года риски, обусловленные инфляцией, уменьшились, поскольку цены на биржевые товары снизились, а замедление роста ослабило давление на производственные мощности. В странах с развитой экономикой общий уровень инфляции может снизиться даже быстрее, чем прогнозируется,

Рисунок 1.14. Сальдо счетов текущих операций и чистые иностранные активы

(Процент мирового ВВП)

В последние годы дефицит счета текущих операций США сократился, и ожидается сохранение этой тенденции в среднесрочной перспективе, хотя чистые иностранные обязательства продолжают расти. Увеличение профицита экспортеров нефти происходило благодаря повышению мировых цен на нефть, и хотя ожидается сокращение такого профицита, прогнозы указывают на дальнейшее накопление чистых иностранных активов у экспортеров нефти. В странах Азии с формирующимся рынком будет отмечен крупный профицит счета текущих операций и дальнейшее накопление чистых авуаров иностранных активов.



Источники: Lane and Milesi-Ferretti (2006), оценки персонала МВФ.
¹Азербайджан, Алжир, Ангола, Бахрейн, Боливарианская Республика 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.

и вернуться к целевым значениям, установленным центральными банками, что расширит возможности для смягчения денежно-кредитной политики в ответ на замедление экономической активности. Вместе с тем сохраняется опасение того, что в ответ на снижение покупательной способности, обусловленной повышением цен на продукты питания и топливо, ускорится рост зарплат, если замедление экономической активности не будет соответствовать прогнозу, особенно в Западной Европе, где уровни безработицы по меркам последних времени остаются низкими.

Инфляционные риски по-прежнему присутствуют в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах, несмотря на признаки того, что более высокие цены на биржевые товары и возрастающее давление на местные условия предложения уже находят проявление в требованиях о повышении зарплат и отражаются на инфляционных ожиданиях. Наблюдающееся с июля замедление роста цен на биржевые товары помогает ослабить некоторые факторы повышательной динамики, однако в течение определенного времени давление со стороны этого источника роста, вероятно, сохранится, поскольку передача воздействия прошлых повышений цен через цепочку предложения была только частичной, особенно в случае нефти, поскольку многие страны удерживали цены на уровнях, значительно ниже международных. Вызывает беспокойство то обстоятельство, что если инфляционные ожидания станут неконтролируемыми, центральные банки, возможно, будут вынуждены резко ужесточить свою политику, с тем чтобы спровоцировать «жесткую посадку» — период роста ниже трендового уровня, — с тем чтобы вернуть темпы инфляции к требуемым параметрам. Как отмечается в главе 3, с точки зрения сокращения объема производства цена восстановления контроля над инфляцией может оказаться существенной, особенно в странах с изначально низким доверием к проводимой политике и не столь оперативными мерами денежно-кредитного регулирования (см. рисунки 3.15 и 3.16). Как подчеркивается во вставке 1.3, оценка «предельной скорости» для стран, которые смогли добиться быстрых темпов роста за счет торговой и финансовой интеграции, несомненно является трудной задачей. Сохранение резервов недоиспользованной рабочей силы может указывать на наличие потенциала устойчиво высокого роста, однако узкие места в инфраструктуре и дефицит квалифицированной рабочей силы могут начать ограничивать этот процесс.

Риски, обусловленные ценами на нефть

Принимая во внимание вероятное сохранение изменчивости цен на нефть, они остаются важным источником двунаправленных рисков для прогнозов роста. Данные по опционному рынку показывают, что участники рынка проводят операции в условиях необычно широкого диапазона неопределенности будущей цены, при этом в период до конца 2008 года результаты от 60 долл. до 165 долл. за баррель попадают в 90 процентный доверительный интервал (см. приложение 3.1). Если говорить о рисках превышения прогнозов, то падение цен на нефть может продолжиться, что приведет к определенной стабилизации мировой экономики, хотя подобное развитие событий, скорее всего, будет связано со снижением мирового спроса, а не с положительным шоком в области предложения, и с соответственно более низким мультипликатором (см. материал во вставке 1.1 в апрельском выпуске «Перспектив развития мировой экономики» 2007 года). Учитывая вышесказанное, в условиях по-прежнему ограниченных резервных мощностей дополнительные потрясения в области предложения могут вновь подтолкнуть рост цен на нефть, и в результате давление на покупательную способность потребителей, особенно в странах-импортерах нефти, сохранится, а заложенное в базисный сценарий снижение общего уровня инфляции под воздействием стабилизации цен на нефть окажется ограниченным.

Риски, обусловленные глобальными дисбалансами

Несмотря на изменение источников риска, глобальные дисбалансы остаются серьезной проблемой. В прошлом основную обеспокоенность вызывала возможность неупорядоченной корректировки этих дисбалансов, обусловленной скачкообразным сдвигом в готовности иностранных инвесторов продолжать финансировать значительный дефицит счета текущих операций США и увеличивать долю активов США в своих портфелях. Такие риски несколько снизились, поскольку в результате ослабления доллара США его курс стал в большей степени соответствовать среднесрочным экономическим детерминантам, а дефицит счета текущих операций США перешел к более устойчивой траектории (рис. 1.14, верхняя панель). Однако повышение цен на нефть замедлило процесс корректировки, поскольку нефтяной дефицит в США резко возрос, и в прогнозах по-прежнему предполагается, что чистые иностранные обязательства США как доля

мирового ВВП будут расти (рис. 1.14, средняя панель)¹¹. Кроме того, уменьшение доверия к таким характеристикам активов США, как ликвидность и соотношение риска и прибыли, в период после финансового кризиса означает, что нельзя игнорировать риск неупорядоченного урегулирования дисбалансов. Недавние проблемы ПСГ (ценные бумаги которых очень активно приобретались иностранными инвесторами, тем самым обеспечивая значительную долю финансирования дефицита счета текущих операций США в последние годы) являются напоминанием о сохранении уязвимых мест в этом отношении.

В то же время на передний план выдвинулись проблемы еще трех типов. Первая заключается в том, что корректировка доллара в основном происходила относительно нескольких валют с гибкими курсами, тогда как курсы некоторых основных валют по-прежнему жестко регулируются или привязаны к доллару. Такая ситуация со временем может привести к возникновению новых дисбалансов, например, в зоне евро, валюта которой сегодня несколько переоценена.

Во-вторых, устойчивое повышение мировых цен на нефть подчеркнуло необходимость обеспечить «рециклирование» крупного профицита экспортеров. Допуская рост профицита счетов текущих операций, экспортеры нефти действуют логично в своем стремлении отложить часть дополнительных доходов. По прогнозам, совокупный годовой профицит стран-экспортеров нефти за 2008–2009 годы поднимется до 1½ процента мирового ВВП, несмотря на быстрое увеличение внутреннего спроса в этих странах. В то же время в странах Азии с формирующимся рынком профицит по-прежнему составляет примерно один процент мирового ВВП. До сих пор «рециклирование» этих средств происходило весьма плавно, и безусловно, инвестирование, осуществляемое суверенными фондами накопления богатства (СФБ), играло важную стабилизирующую роль в обеспечении капитала для банков в ходе финансового кризиса. Вместе с тем существует опасение того, что продолжение инвестирования крупных профицитов может привести к протекционистскому

¹¹Прогнозы построены на допущении о неизменности обменных курсов и цен на активы. В действительности ослабление доллара США и относительное снижение курсов акций США в последние годы привели к возникновению чистой прибыли от переоценки, которая помогла нейтрализовать накопление потока новых обязательств. См. вставку 1.2 в апрельском выпуске «Перспектив развития мировой экономики» 2008 года.

противодействию увеличению иностранной собственности. С этим связана обеспокоенность тем, что крупные потоки инвестиций в другие страны с формирующимся рынком, аналогично «рециклированию» нефтедолларов в 1970-е годы, могут способствовать чрезмерному росту ликвидности и повышению уязвимости этих стран¹².

Третья проблема заключается в том, что сохранение крупного торгового дефицита в сочетании с ухудшением перспектив занятости в некоторых странах с развитой экономикой может вызвать усиление торгового протекционизма. Подобные опасения в последнее время усилились в связи с тем, что Дохский раунд многосторонних торговых переговоров зашел в тупик.

Проблемы экономической политики для мировой экономики

Директивные органы в разных странах мира сегодня сталкиваются с необходимостью стабилизировать ситуацию на мировых финансовых рынках, в то же время обеспечивая бережную поддержку экономике в период мирового экономического спада в условиях ограниченного доступа к кредиту и снижению недавно возросшей инфляции. Это — первоочередные задачи, но наряду с ними необходимо устранять те недостатки в рыночных механизмах и системе регулирования, которые способствовали недавно возникшим стрессам. Необходимо перевести финансовые рынки и организации на более прочную основу, а также увеличить гибкость реагирования предложения и спроса на рынках биржевых товаров. Сохранение ориентации на торговую и финансовую интеграцию мировой экономики остается важным условием улучшения более долгосрочных перспектив роста.

Стабилизация мировых финансовых рынков

Перед директивными органами стоит колоссальная задача: ликвидировать непосредственную угрозу для финансовой стабильности, одновременно проложив путь к восстановлению прочного фундамента для финансового посредничества. Для решения этой беспрецедентно сложной задачи потребуются комплексные решения, позволя-

ющие устранить системные проблемы, — стремительное увеличение неликвидных проблемных активов, нехватка капитала и крах доверия со стороны контрагентов, при этом оперативно и эффективно решая проблемы, появляющиеся у отдельных организаций. Подходы, используемые на национальном уровне, должны координироваться в международном масштабе, с тем чтобы решить общие проблемы и не допустить возникновения негативных трансграничных стимулов. Вместе с тем, признавая неотложную необходимость восстановления стабильности системы, важно защитить интересы налогоплательщиков, гарантировать, что государственное вмешательство носит временный характер, и, насколько это возможно, избежать усиления морального риска.

План правительства США по приобретению у банков проблемных активов, связанных с недвижимостью, — это смелая инициатива, направленная на восстановление ликвидности балансов, обеспечение большей прозрачности установления цен на проблемные активы и уменьшение опасений, касающихся будущих убытков от ликвидации активов по сниженным ценам. Хотя подробности реализации этого плана на момент отправки настоящего доклада в печать точно неизвестны, главная трудность будет заключаться в том, чтобы с учетом необходимости оперативного и эффективного выполнения плана добиваться достижения более долгосрочной цели ограничения общих бюджетных затрат, включая создание механизмов, призванных гарантировать участие государства в будущих прибылях, когда восстановится финансовое состояние банков. Крайне важно будет также обеспечить быстрое восстановление капитала банков, особенно ввиду того, что продажа проблемных активов может форсировать признание дополнительных убытков. Чтобы помочь надежным и жизнеспособным банкам удовлетворить их потребности в капитале, могут понадобиться государственные денежные средства.

Комплексные решения будут важны и в Западной Европе, где особое значение имеют трансграничные проблемы. Обоснованными представляются такие меры экономической политики, которые являются взаимодополняющими по отношению к действиям в США. Европейским странам необходимо использовать совместные подходы, чтобы восстановить доверие путем своевременной рекапитализации банков и принятия мер, направленных на согласованное решение вопросов, связанных с проблемными активами и с защитой вкладчиков. Как показали недавние собы-

¹²Относительно «рециклирования» профицитов от продажи биржевых товаров см. вставку 2.2 в апрельском выпуске «Перспектив развития мировой экономики» 2008 года, а относительно роли СФБ — вставку 6.1 в настоящем выпуске «Перспектив развития мировой экономики».

тия, соглашения о совместных действиях имеют первостепенное значение для санации крупных трансграничных организаций, что требует устранения недостатков в основе урегулирования трансграничных кризисов, в том числе за счет более активного обмена данными, собираемыми для целей надзора. Будет также важно обеспечить согласованность подходов при временном расширении страхового покрытия депозитов.

Помимо выполнения подобных неотложных задач необходимо приложить решительные усилия для устранения многочисленных фундаментальных недостатков на финансовых рынках, которые вскрылись в ходе нынешнего периода финансовой нестабильности. Как указано в октябрьском выпуске «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности» 2008 года (IMF, 2008b), основная цель заключается в том, чтобы обеспечить более действенное и устойчивое управление рисками на уровне отдельных организаций, в том числе за счет принятия более жестких нормативных требований достаточности капитала, внедрения более надежной практики управления ликвидностью и совершенствования порядка раскрытия информации о риске по балансовым и забалансовым статьям. Еще одной важной задачей будет укрепление подходов к основам урегулирования кризисов, в частности, за счет уточнения функций различных официальных органов, улучшения систем страхования депозитов и обеспечения адекватных инструментов для проведения интервенций.

Экстренные меры, принятые за последние шесть месяцев для ликвидации проблем, связанных с крахом ведущих небанковских финансовых посредников (НБФП), подчеркнули необходимость более действенного регулирования и более надежного уровня капитализации системно значимых посредников за пределами традиционной банковской системы. Необходимо найти четкое и долгосрочное решение, позволяющее устранить давно известные системные недостатки ПСГ, обусловленные размерами таких предприятий, характером их рисков и смешанной государственно-частной структурой их управления, при этом решив и текущую проблему нехватки капитала ПСГ. Следует также пересмотреть структуру регулирования и достаточность капитала других системно значимых НБФП на рынках ценных бумаг и производных финансовых инструментов.

Страны с формирующимся рынком также должны сделать выводы из опыта недавних кризисных ситуаций. Несмотря на меньшую прямую зависимость от проблем, вызванных распростра-

нением структурированных кредитов, финансовые системы ряда стран с формирующимся рынком были серьезно дезорганизованы в результате изменений в структуре потоков капитала после финансового кризиса. Поэтому основные выводы, касающиеся важности надежного управления риском, прозрачности и действенного урегулирования кризисов, весьма актуальны и для этих стран.

Недавние события продемонстрировали, что более тесная координация подходов, используемых в разных странах, будет иметь критическое значение во многих из перечисленных областей, учитывая растущую международную интеграцию организаций и рынков. Во-первых, различия национальных нормативно-правовых основ открывают возможность для регулятивного арбитража. Несмотря на то что некоторые различия могут стимулировать здоровую конкуренцию и инновации, этот процесс зашел слишком далеко. Во-вторых, недостатки систем регулирования и надзора, особенно в крупных финансовых центрах, приводят к серьезным вторичным трансграничным эффектам. И в-третьих, в силу взаимосвязанности финансовых организаций и рынков совместные подходы к решению проблем в финансовом секторе, скорее всего, будут более результативными, чем индивидуальные. В целом директивным органам оказалось сложно не отставать от развития финансовой системы, которая, с одной стороны, глобализируется, а с другой — регламентируется национальными нормативно-правовыми основами. Хотя международные органы, такие как Форум по финансовой стабильности и Банк международных расчетов, а также МВФ, играют решающую роль в смягчении противоречий между глобальными и национальными силами, для продвижения сотрудничества необходимо проявить большую политическую волю. В этом смысле следует приветствовать последние шаги в данном направлении, включая предложения, касающиеся коллегий органов надзора за деятельностью крупнейших мировых финансовых организаций.

Бережная поддержка экономики в период мирового спада

Директивные органы, отвечающие за макроэкономическую политику, стремятся найти оптимальное сочетание поддержки деловой активности на фоне общемирового спада и крайне сложных финансовых условий и обеспечения того, чтобы устойчивый сдвиг относительных цен, обусловленный резким ростом цен на биржевые товары, не вызвал повыше-

ния инфляции, как это произошло в 1970-е годы. Надлежащая направленность экономической политики будет различаться в зависимости от страны. Обращение к политике более поддерживающего характера оправдано в тех странах, которые в настоящее время переживают рецессию в результате напряженности на финансовых рынках, спадов на рынках жилья и убытков, связанных с ухудшением условий торговли. Однако в ряде стран, где темпы роста все еще значительно превышают «предельную скорость», по-прежнему требуется ужесточение политики.

Обратимся вначале к крупнейшим странам с развитой экономикой. Хотя меры макроэкономической политики сами по себе могут оказать ограниченное воздействие, поскольку финансовые рынки переживают крайне тяжелый стресс, шаги, направленные на поддержку экономики, находящейся в фазе или на грани рецессии, должны дополнять усилия по стабилизации финансовых условий, тем самым помогая разорвать циклы отрицательной обратной связи между условиями в реальном и финансовом секторах экономики.

- В США курс денежно-кредитной политики уже является весьма адаптивным, что обеспечивает необходимую поддержку экономики в условиях крайне сильного финансового стресса и продолжающейся корректировки на рынке жилья. Базовое ценовое давление следует сдерживать, поскольку экономика ослабевает, открывая возможность для дальнейшего смягчения политики, если появится ощущение углубления спада, даже несмотря на то, что в случае сохранения финансовой напряженности действенность такого шага может оказаться незначительной. Что касается налогово-бюджетной политики, то пакет стимулов обеспечил своевременную поддержку экономики, а последние инициативы по стабилизации жилищного рынка и финансовой системы оправданы необходимостью предотвратить системный кризис. Однако, учитывая потенциальные издержки, связанные с реализацией этих мер, и необходимость консолидации в среднесрочной перспективе, по мере нормализации условий потребуется принятие корректирующих мер, затрагивающих другие бюджетные счета, чтобы со временем компенсировать дополнительные расходы.
- В зоне евро денежно-кредитные условия в настоящее время являются достаточно жесткими, особенно если учесть расширение спредов за риск. Быстрое замедление активности, увеличение разрывов между фактическим и по-

тенциальным объемами производства и недавнее снижение цен на биржевые товары должны способствовать сокращению темпов инфляции до уровня менее 2 процентов к концу 2009 года, что открывает возможность для смягчения денежно-кредитной политики. Налогово-бюджетная политика уже обеспечивает поддержку экономики зоны евро за счет действия автоматических стабилизаторов и принятия дискреционных мер в некоторых странах. Ограниченные дополнительные возможности смягчения налогово-бюджетной политики в рамках пересмотренного Пакта о стабильности и росте следует использовать для того, чтобы, по мере необходимости, адресно направлять государственные ресурсы на стабилизацию финансовых условий.

- В Японии направленность денежно-кредитной политики остается адаптивной и должна оставаться таковой с учетом того, что рост экономики ослабевает, а базовое ценовое давление успешно сдерживается, причем инфляция, за исключением продуктов питания и топлива, по-прежнему близка к нулю. Приоритетной задачей налогово-бюджетной политики по-прежнему является консолидация в среднесрочной перспективе, что означает необходимость ограничить размер планируемого в настоящее время пакета налогово-бюджетных мер.

Приоритеты макроэкономической политики в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах существенно различаются. В растущем числе этих стран баланс рисков в настоящее время сместился в сторону обеспокоенности по поводу замедления экономического роста вследствие ухудшения внешних условий и постепенного снижения общего уровня инфляции. Этот сдвиг может оправдать прекращение цикла ужесточения денежно-кредитной политики, особенно в тех странах, где вторичные эффекты инфляции, обусловленной ростом цен на биржевые товары, были незначительны, и в случае дальнейшего ухудшения перспектив представляется уместным обратиться к более мягким мерам политики. Кроме того, на фоне резкого оттока капитала странам придется действовать оперативно, чтобы обеспечить достаточный уровень ликвидности и решать проблемы, возникающие в более слабых организациях. Отчасти это давление должен принять обменный курс, однако накопленные валютные резервы обеспечивают возможность государственного вмешательства, направленного на избежание хаоса на рынке.

Однако в некоторых других странах, особенно на Ближнем Востоке и в Содружестве Независимых Государств, но не только там, инфляционное давление продолжает вызывать беспокойство в условиях резкого повышения цен на продукты питания, сохранения высоких темпов экономического роста и ужесточения ограничений в области предложения. Хотя произошедшее недавно снижение мировых цен на биржевые товары может в некоторой степени ослабить давление, успехи в борьбе с инфляцией, достигнутые за прошедшие годы, уже подвергаются опасности, и, если доверие будет подорвано, то его восстановление будет длительным и дорогостоящим. Таким образом, в ряде стран директивные органы могут быть вынуждены дополнительно ужесточать параметры экономической политики.

В большинстве случаев денежно-кредитная политика должна играть ведущую роль в управлении макроэкономическими процессами, но она должна подкрепляться взвешенной налогово-бюджетной политикой и в некоторых случаях гибким управлением обменным курсом. Режим установления целевых показателей инфляции, как правило, служит хорошей службой, способствуя своевременному реагированию на растущее инфляционное давление и в то же время открывая возможности для реагирования на ухудшение внешних условий. Однако страны, использующие режим жесткого регулирования обменного курса, столкнулись с более серьезными трудностями. Попытки ужесточить денежно-кредитную политику в условиях растущей инфляции сводятся на нет в результате притока капитала, привлекаемого ростом разницы процентных ставок. Приток ведет к увеличению денежной массы и кредитов, причем многие из этих стран, особенно страны с формирующимся рынком в Азии и на Ближнем Востоке, столкнулись с резким ростом темпов инфляции. В Китае органы власти применяют административные и пруденциальные меры, с тем чтобы ограничить рост кредита, однако увеличение гибкости обменного курса может расширить возможности для проведения более независимой денежно-кредитной политики и осуществления мер, направленных на переключение с внешних источников экономического роста на внутренние.

Налогово-бюджетная политика должна играть поддерживающую роль в управлении макроэкономическими процессами. В последние годы во многих странах с формирующимся рынком и развивающихся странах наблюдалось сокращение бюджетного дефицита, благодаря тому что быстрый экономический рост сопровождался ростом государственных поступлений, однако во многих стра-

нах происходил также быстрый рост государственных расходов, что еще более усиливало давление со стороны спроса. Более жесткое ограничение роста таких расходов, в том числе на повышение зарплаты в государственном секторе, дополнит ужесточение денежно-кредитной политики на фоне растущей инфляции, что особенно важно в странах с негибким обменным курсом. Повышение приоритетности расходов на инфраструктуру при неизменности общей величины расходов позволит преодолеть узкие места на стороне предложения, вызывающие особую обеспокоенность у ближневосточных стран-экспортеров нефти, экономика которых явно перегрета, и которые, привязывая обменные курсы своих национальных валют к доллару, серьезно ограничивают свои возможности в сфере ужесточения денежно-кредитной политики. Некоторые страны с ограниченной гибкостью обменного курса также в большей мере подвергаются опасностям, связанным с резким ухудшением ситуации с притоком капиталов, и в данном случае для стабилизации ситуации также может потребоваться ужесточение налогово-бюджетной политики.

В условиях ухудшения экономических перспектив ряд стран с формирующимся рынком в настоящее время имеют более широкие возможности, чем в прошлом, для использования налогово-бюджетной политики как инструмента сглаживания экономических циклов, в особенности в том, что касается автоматических стабилизаторов. Однако, как свидетельствуют выводы, полученные в главе 5, программы налогово-бюджетного стимулирования едва ли окажутся действенными и даже могут иметь обратный эффект, если у общества нет твердой уверенности в устойчивости бюджета в среднесрочной перспективе, а принимаемые меры не носят своевременный и целенаправленный характер.

Укрепление основ макроэкономической политики

За рамками соображений, касающихся непосредственно циклических колебаний экономики, усложнение глобальной обстановки порождает более широкие вопросы относительно основ денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики. Требуется ли модификация этих основ, чтобы улучшить их стабилизационные свойства?

Система установления целевых показателей инфляции испытывается на прочность на фоне целой серии крупных и односторонних потрясений, связанных с ростом цен на биржевые товары. Несомненно, было бы опасно сосредоточиваться исключительно на показателях инфляции, не включа-

ющих цены на продукты питания и топливо, поскольку при таком подходе будут упущены годы высокого общего уровня инфляции, которые могут выразиться в формировании соответствующих инфляционных ожиданий и отразиться на установлении заработной платы. В то же время, однако, допущение некоторого отклонения общего уровня инфляции от целевого уровня представляется оправданным как средство, позволяющее приспособиться к сдвигу относительных цен, не вызывая при этом нежелательных колебаний производства, хотя устойчивые сильные отклонения могут подорвать доверие к экономической политике, о чем говорится в главе 3. Сказанное подчеркивает необходимость четко заявлять о поставленных целях и придерживаться перспективного подхода, допускающего временные отклонения от целевых показателей инфляции, при условии, что ожидания достаточно прочно зафиксированы.

Насколько существующее инфляционное смещение обусловлено тем способом, при помощи которого устанавливается денежно-кредитная политика, и, следовательно, насколько необходим более скоординированный подход к параметрам экономической политики? Директивные органы, как правило, рассматривают международные мировые цены на биржевые товары как заданные извне и поэтому не учитывают воздействия спроса своей страны на мировые рынки биржевых товаров, усугубляющего ограниченность мирового предложения. Однако даже в случае крупных потребителей нефти масштабы этого внешнего эффекта представляются второстепенными, и отнюдь не ясно, как такого рода внешний эффект может быть действенным образом трансформирован во внутренний. На практике представляется целесообразным, чтобы органы, определяющие денежно-кредитную политику, и впредь концентрировали свое внимание на минимизации изменчивости внутренней инфляции и производства, опираясь при этом на более прямые меры по ослаблению давления со стороны рынков биржевых товаров, как будет рассмотрено далее. Если они будут успешно справляться с этой задачей, они также будут способствовать минимизации изменчивости на мировых рынках, в том числе на рынках биржевых товаров.

Вторая проблема связана с тем, что страны, жестко привязывающие свою валюту к валюте другой страны, импортируют денежно-кредитные условия этой страны, что не всегда целесообразно с учетом их обстоятельств. Эта проблема особенно остро стоит в ситуациях, когда две страны сталкиваются с крупными разнонаправленными по-

трясениями. Так, США смягчали свою денежно-кредитную политику в то время, когда многие страны, валюта которых привязана к доллару, имели профицит счета текущих операций и функционировали на пределе или сверх производственных возможностей. Этим странам была бы выгодна жесткая денежно-кредитная политика в США и удорожание их национальной валюты. Однако без формального соглашения о валютном союзе нет никаких оснований ожидать, что центральный банк страны, выпускающей резервную валюту, будет приводить свою политику в соответствие с денежно-кредитными условиями в странах, национальная валюта которых привязана к этой резервной валюте. Более того, подобное ужесточение денежно-кредитной политики может привести к удорожанию доллара, а значит, не будет способствовать желаемому выравниванию сальдо счета текущих операций. Несмотря на то что имеется множество соображений, влияющих на выбор режима обменного курса, с точки зрения стабилизации экономики, странам, имеющим достаточно развитые финансовые институты, было бы выгодно со временем перейти на режим более гибкого обменного курса, предлагающий больше контроля над внутренними денежно-кредитными условиями. Более подробно этот вопрос рассматривается во вставке 3.3.

Недавние события на рынке недвижимости и финансовом рынке вновь привлекли внимание к тому, в какой степени денежно-кредитная политика должна реагировать на колебания цен на активы. Центральные банки, устанавливающие целевые показатели инфляции, принимают колебания цен активов во внимание в той мере, в какой эти цены оказывают воздействие на производство и цены, а также риски в краткосрочной перспективе. Существует, однако, опасение того, что это может привести к асимметричной реакции, поскольку резкое снижение цен на активы может вызвать быстрое смягчение политики, тогда как рост цен на активы в течение более длительного времени может не вызывать сколько-нибудь существенного противодействия, при условии что перспективы на ближайшее будущее остаются положительными. Эти соображения породили предложения действовать наперекор тенденциям цен на активы, особенно когда их изменения происходят быстро или уводят цены далеко от обусловленных детерминантами значений (глава 3 апрельского выпуска «Перспектив развития мировой экономики» 2008 года и BIS, 2008). Обычно приводимые контраргументы заключаются в том, что подобную политику сложно точно сформулировать, и что совсем неясно, как успеш-

ная денежно-кредитная политика может сама по себе способствовать сглаживанию циклов цен на активы. Однако, как показывают недавние исследования, краткосрочные процентные ставки играют все более важную роль в передаточном механизме денежно-кредитной политики, благодаря тому что переход к рыночному финансированию усиливает процикличность соотношения между заемными и собственными средствами (Adrian and Shin, 2008).

Наряду с этим представляется возможным ввести в механизм регулирования общесистемный элемент в противовес процикличности, внутренней присущей механизму кредитной эмиссии. Такого рода «макропруденциальный» подход может предусматривать усиление внимания регулирующих органов к механизму воздействия финансовых стимулов и ограничений на отношение к риску в ходе кредитного цикла (Bernanke, 2008). Кроме того, требования относительно капитала и создания резервов могут быть ужесточены на фазе подъема экономического цикла, с тем чтобы уменьшить опасность возникновения дестабилизирующих кредитных бумов, и согласованы с реформами, направленными на укрепление системы управления рисками в рамках отдельных организаций. Такие реформы следовало бы разрабатывать в более широком контексте тщательного пересмотра подходов к регулированию, который рассматривается ниже.

Все большее внимание уделяется также налогово-бюджетной политике. Как говорится в главе 5, налогово-бюджетная политика может успешно играть роль антициклического инструмента, при условии что она проводится своевременно, не подвергает опасности устойчивость в среднесрочной перспективе и имеет достаточно разработанную структуру, чтобы максимизировать воздействие. Автоматические стабилизаторы обеспечивают поддержку, которая в целом отвечает, по крайней мере, первым двум из этих критериев, причем можно рассмотреть возможность проведения реформ, например, в сфере системы социальной защиты, которые будут способствовать повышению ее антициклического воздействия, не искажая базовых целей политики в области государственных налогов или расходов. Дискреционная политика также может использоваться для сглаживания цикла, однако своевременность и особенно обратимость могут оказаться в данном случае более проблематичными. «Дефицитное смещение» может привести к подрыву доверия к политике, а значит и ее действенности, как показывает ограниченность влияния налогово-бюджетных стимулов в странах с большим государственным долгом, как описано в главе 5. Чтобы смягчить эту проблему,

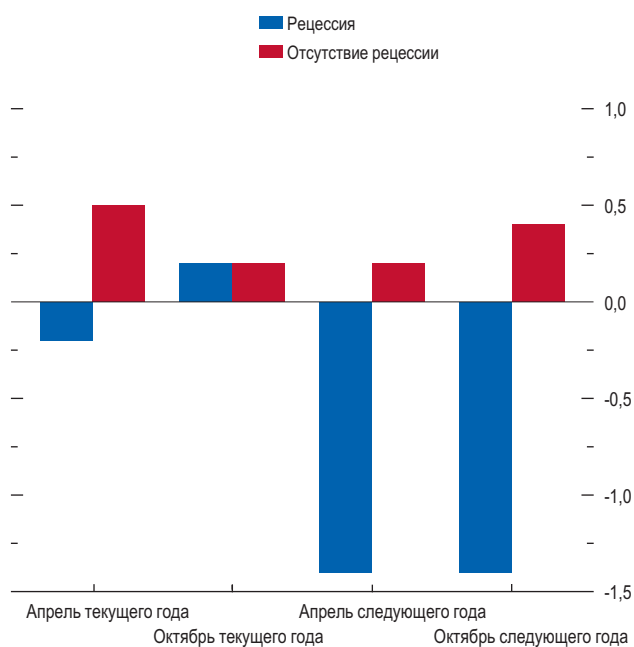
можно ввести систему антициклического реагирования, основанную на четких правилах и опирающуюся на более эффективные механизмы управления бюджетом, с тем чтобы прочнее увязать ее с долгосрочной устойчивостью бюджета. Подобный подход позволит усилить общие стабилизационные характеристики макроэкономической политики и отчасти снять нагрузку с денежно-кредитной политики.

Увеличение гибкости реагирования спроса и предложения на рынках биржевых товаров

Нельзя допустить, чтобы недавнее снижение цен на биржевые товары в условиях снижения активности мировой экономики подорвало программные меры по снижению напряженности на рынках биржевых товаров. Основное внимание следует уделять мерам политики по улучшению гибкости реагирования спроса и предложения, избегая при этом мер, которые могли бы ухудшить несбалансированность рынка в краткосрочном плане. Будет важно обеспечить отражение мировых цен в ценах на внутренних рынках, разработав адресные системы социальной защиты для смягчения воздействия на группы с низкими доходами. Следует продолжить свертывание мер политики, которые сдерживают экспорт в пользу внутренних рынков. Страны с развитой экономикой, как правило, допускают воздействие изменений цен на биржевые товары на внутренние цены, но им следует предпринять шаги по сдерживанию своего потребления энергоресурсов и продовольствия, которое в расчете на душу населения намного выше, чем в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах, путем содействия большей экономии энергии (например, с помощью стандартов топливной экономии, а также ценовых мер) и снижению субсидий на биотопливо.

Следует также уделять приоритетное внимание мерам, которые увеличивают гибкость реагирования предложения на повышение цен. Шаги по развитию инфраструктуры ирригации и транспорта, а также по обеспечению более эффективной передачи новых технологий и методов для повышения урожайности в развивающихся странах, с тем чтобы она приблизилась к показателям в странах с развитой экономикой. На рынках энергоносителей улучшение информированности о ресурсах, товарных запасах и инвестиционных планах, а также четкие и стабильные основы для инвестиций помогут заложить более прочный фундамент для необходимого долгосрочного увеличения ин-

Рисунок 1.15. Медианные значения ошибок прогнозирования во время глобальных рецессий и в другие периоды, 1991–2007 годы¹



Источники: база данных «Перспектив развития мировой экономики» (ПРМЭ), оценки персонала МВФ.

¹ Ошибки прогнозирования определяются как разница между фактическим ростом мировой экономики и прогнозом роста мировой экономики в ПРМЭ. Расчет ошибок производится для прогнозов текущего и следующего годов в апрельском и октябрьском выпусках ПРМЭ за период 1991–2007 годов. Негативная (позитивная) ошибка прогнозирования указывает на то, что фактическое значение ниже (выше) прогнозируемого, то есть прогноз завышен (занижен).

вестиций в данном секторе. Наконец, либерализация доступа сельскохозяйственной продукции к рынкам стран с развитой экономикой благодаря успешному завершению Дохского раунда сыграла бы важную роль в создании более прочной долгосрочной основы сельскохозяйственного развития.

Преодоление глобальных дисбалансов

Как подчеркивалось выше, проблема глобальных дисбалансов имеет несколько аспектов. Достигнуты некоторые успехи в сокращении крупного дефицита текущего счета США, осуществляются дополнительные корректировки, хотя растущие цены на нефть замедлили прогресс, а уязвимые места в финансовой сфере усилили обеспокоенность. Многосторонняя стратегия, одобренная Международным валютно-финансовым комитетом в 2005 году и доработанная на многосторонних консультациях по глобальным дисбалансам в 2006–2007 годах, остается в целом актуальной, но должна применяться гибким образом (вставка 1.3 в апрельском выпуске «Перспектив развития мировой экономики» 2008 года содержит полный обзор работы, проделанной после многосторонних консультаций). Бюджетная консолидация в США остается одной из важнейших целей, но антициклические налогово-бюджетные стимулы и государственная поддержка жилищному и финансовому секторам для смягчения текущего снижения активности и стабилизации рынков являются оправданными. Необходимо продолжать работу в плане повышения курса юаня в рамках более общей стратегии Китая по переориентации источников роста в направлении внутреннего спроса и повышению действенности денежно-кредитной политики. Экспортерам нефти Ближнего Востока потребуется скорректировать планы наращивания расходов нефтяных доходов, с тем чтобы уменьшить перегрев своей экономики, в том числе пойти на менее амбициозное увеличение расходов и делать больший упор на преодоление узких мест в производстве. Зона евро и Япония, со своей стороны, должны настойчиво продолжать реформы рынков товаров и труда для повышения потенциала роста своей экономики.

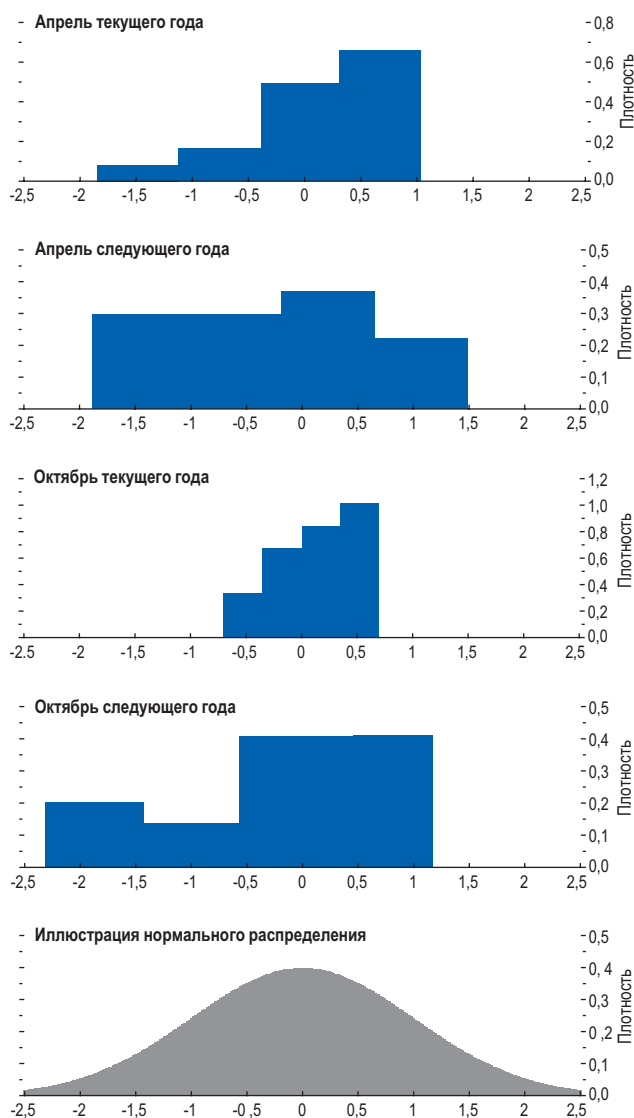
Даже при реализации такой стратегии глобальные дисбалансы счета текущих операций скорее всего будут сохраняться на высоком уровне в течение значительного периода, особенно с учетом воздействия растущих цен на нефть и все более жестких ограничений потенциала для расходования профицитов счета текущих операций экспортеров нефти. Будет важно обеспечить, чтобы

такие дисбалансы не подрывали сохраняющейся приверженности открытости торговли и потоков капитала, которая лежала в основе мирового экономического роста в последние десятилетия. Одна из сложных проблем заключается в том, чтобы гарантировать инвестирование этих ресурсов безопасным образом, чтобы это не привело к усилению уязвимости в странах-импортерах капитала. В последнее время ряд стран с формирующимся рынком, особенно в Европе, но также в других регионах, имел крупные дефициты счета текущих операций, которые выделялись по историческим меркам по обоим аспектам. Как отмечается в главе 6, в некоторой степени этот опыт можно понять с учетом возможностей, создаваемых развитием финансовой системы, либерализацией операций с капиталом и европейской интеграцией. Однако опыт долгового кризиса Латинской Америки в начале 1980-х годов после нескольких лет мощного притока средств, связанного с нефтью, позволяет извлечь полезный урок, согласно которому такие периоды могут заканчиваться болезненными потрясениями. Поэтому страны, испытывающие приток капитала, должны позаботиться о том, чтобы эти потоки не привели к усилению уязвимости или несоответствий в балансах, в том числе усилив надзор за финансовой системой и укрепив отечественные финансовые организации, а также гарантировав, что общая макроэкономическая среда способствует устойчивому росту.

Наконец, будет важно обеспечить, чтобы крупные диспропорции в торговых потоках не привели к усилению протекционистских требований в отношении текущих операций или операций с капиталом. Выход из сегодняшнего тупика Дохского раунда должен помочь укрепить открытую многостороннюю торговую систему. В области операций с капиталом растущая роль СФБ как механизма инвестирования является важным изменением. Разработка свода принципов и практики для управления ими поможет сделать такие потоки более прозрачными и тем самым уменьшит опасения относительно внутреннего управления такими фондами, которые могут привести к контрпродуктивным ограничениям на приток таких инвестиций (см. вставку 6.1)¹³. Кроме того, в Организации экономического сотрудничества и развития сейчас разрабатывают руководящие принципы для стран-получателей, которые помогут заверить СФБ в наличии прозрачного и открытого доступа к рынкам на справедливой основе.

¹³The Generally Agreed Principles and Practices of Sovereign Wealth Funds (будет опубликовано, октябрь 2008 года).

Рисунок 1.16. Гистограммы ошибок прогнозирования, 1991–2007 годы¹



Источник: расчеты персонала МВФ.

¹Ошибки прогнозирования определяются как разница между фактическим ростом мировой экономики и прогнозом роста мировой экономики в ПРМЭ. Расчет ошибок производится для прогнозов текущего и следующего годов в апрельском и октябрьском выпусках ПРМЭ за период 1991–2007 годов. Негативная (позитивная) ошибка прогнозирования указывает на то, что фактическое значение ниже (выше) прогнозируемого, то есть прогноз завышен (занижен).

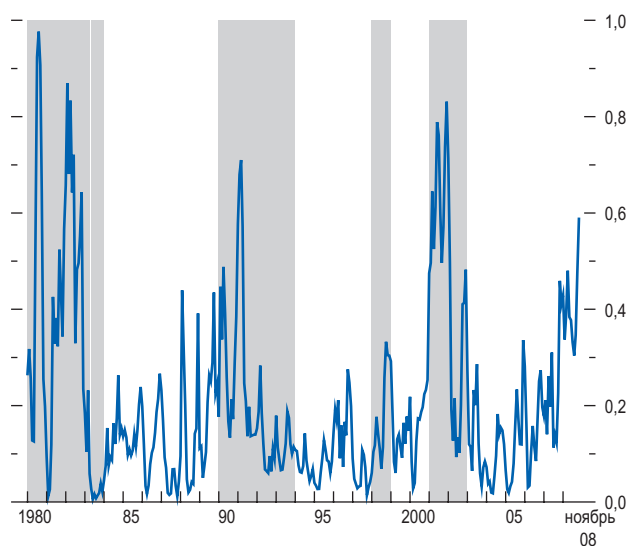
Приложение 1.1. Оценка рисков для перспектив глобальной экономики и представление информации о них

Основными авторами данного приложения являются Кевин Клинтон, Томас Хелблинг, Дуглас Лэкс-тон и Наталия Тамириса; содействие им оказывали Цзюицань Чень, Иоанн Карабанчев и Ондра Каменик.

Как и любые другие прогнозы, центральные, или базисные, прогнозы «Перспектив развития мировой экономики» (ПРМЭ) характеризуются значительной неопределенностью. В данном приложении рассматриваются подходы, использованные в ПРМЭ в целях оценки рисков для прогнозов ПРМЭ и представления о них информации, и описывается дальнейшая работа по улучшению анализа макроэкономических рисков.

В качестве основы для последующего обсуждения необходимо понимать то, как глобальные прогнозы готовятся персоналом МВФ. В основе процесса подготовки прогнозов ПРМЭ не лежит какая-либо одна формальная модель. Прогноз складывается под влиянием суждений специалистов, которые готовят прогнозы по отдельным странам для их последующего объединения в рамках многоступенчатого интерактивного процесса, основанного на согласованном наборе базовых допущений, с оценками групп, изучающих глобальные экономические и финансовые изменения. В этом процессе также используется ряд специфических страновых, региональных и многострановых макроэкономических моделей. В нем также учитываются обсуждения, проводимые с властями стран в рамках миссий надзора на двусторонней основе и с участниками рынков и представителями академических кругов в рамках миссий надзора на многосторонней основе.

Рисунок 1.17. Вероятность глобальных рецессий¹



Источники: оценки персонала МВФ.

¹Затененные участки соответствуют периодам глобальной рецессии.

Веерная диаграмма

В последние годы, в соответствии с рекомендациями, предложенными в работе Timmermann (2006), персонал МВФ представляет риски для прогнозов ПРМЭ, используя веерную диаграмму (см. например, рис. 1.12). На диаграмме показаны оценочные доверительные интервалы вокруг базисного прогноза мирового роста, которые расширяются по мере удлинения горизонта прогнозирования. Методология построения веерных диаграмм аналогична методологии, изначально разработанной Банком Англии (см. Britton, Fisher, and Whitley, 1998). Предполагается, что результаты

мирового экономического роста будут находиться в пределах «двухкомпонентного нормально-го» распределения. Центральный прогноз представляется как мода, или наиболее вероятный результат, а ширина веера определяется распределением прошлых ошибок прогнозирования. Асимметрия распределения, или относительный размер двух компонентов нормального распределения, отражает баланс рисков для центрального прогноза.

При подготовке веерной диаграммы учитывается множество эмпирических суждений относительно наиболее вероятных факторов риска и их возможных последствий для изменения макроэкономической ситуации. Влияние каждого фактора риска на общий баланс рисков для глобального экономического роста показано на диаграмме факторов риска, которая дополняет веерную диаграмму. Количественное выражение воздействия отдельных факторов риска определяется с использованием ряда макроэкономических моделей МВФ, а также на основе суждений персонала МВФ.

Оцениваемые риски обычно не являются симметричными, и больший вес получает одна из сторон риска. Сумма факторов риска служит показателем баланса рисков, или асимметричности распределения вероятностей вокруг моды, — расстояния между средним значением (средним результатом) и модой (наиболее вероятным результатом). Когда риски являются симметричными, среднее всех возможностей представляет собой наиболее вероятный результат. Однако, когда риски несбалансированы, например смещены в сторону снижения, левый «хвост» распределения будет длиннее, среднее значение прогноза будет ниже моды, а асимметричность является отрицательной. Медиана (или точка деления распределения прогноза на две половины с 50-процентной вероятностью с каждой стороны) оказывается между модой и средним значением.

Асимметричные распределения отражают мнения персонала МВФ относительно рисков для прогноза. Персонал может посчитать, что по ряду причин существует более высокий риск отклонения от прогноза в одном определенном направлении. Во-первых, асимметричная оценка риска может быть результатом признания *нелинейностей* в глобальной экономике. Например, ограничения потенциала на рынках товаров и труда будут сужать возможности для повышения темпов роста, когда экономика близка к уровню полной загрузки мощностей. Нулевая граница номинальных процентных ставок, механизмы финансового ак-

селератора, усиливающие шоки в системе, и «стадное» поведение на финансовых рынках могут создавать сложные и асимметричные эффекты обратной связи.

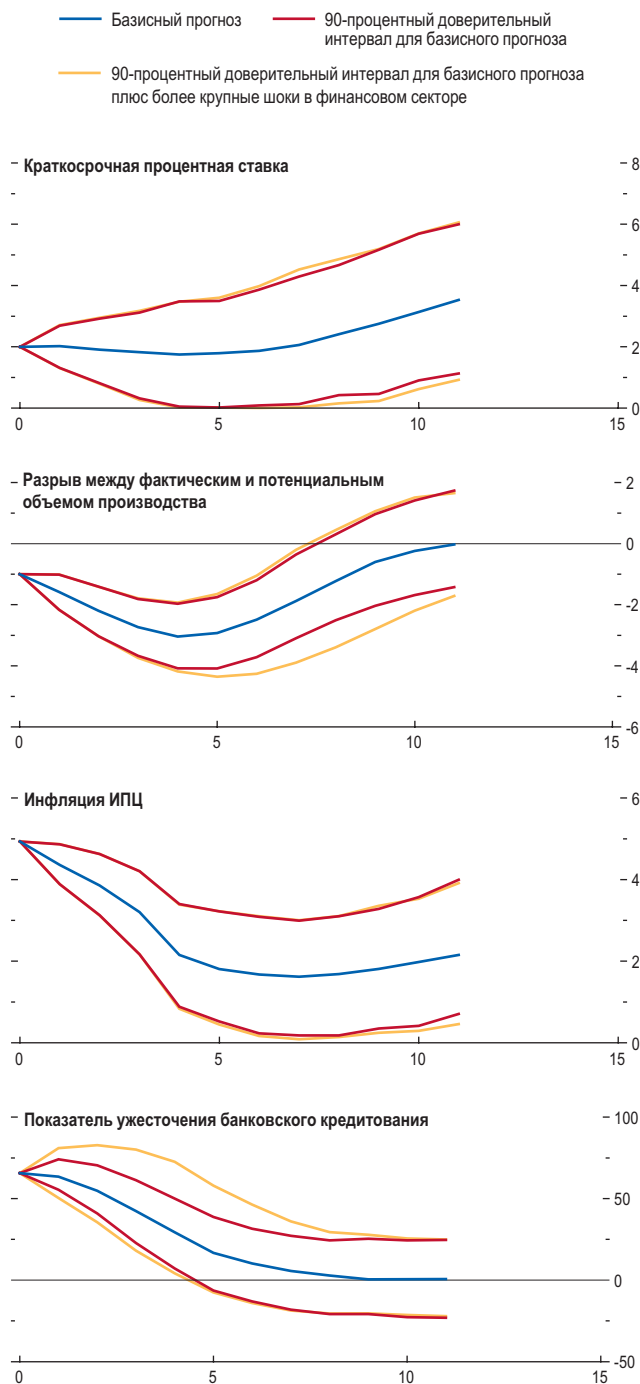
Вторая причина асимметричности — это отражение поступающей *новой информации* после «фиксации» прогноза. Например, цены на нефть могут значительно отклониться от предполагаемой траектории, или возможны быстрые финансовые изменения, последствия которых трудно оценить, но которые, очевидно, окажут существенное и асимметричное воздействие, как это было в прошлом году.

Третья причина асимметричности связана с возможной *внутренней несогласованностью прогнозов ПРМЭ*. Они не основываются на внутренне согласованной макроэкономической модели и предполагают, что процентные ставки и цены на нефть в целом будут соответствовать рыночным ожиданиям и постоянным реальным обменным курсам, что может не совпадать с оценками перспектив персонала МВФ.

Четвертая причина связана с возможностью *систематического поведенческого уклона в базисных прогнозах ПРМЭ*. Анализ прошлых ошибок прогнозирования показывает, что в 1991–2007 годах «Перспективы развития мировой экономики» характеризовались общей тенденцией к некоторому занижению прогнозов мирового роста и их существенному завышению в годы, непосредственно предшествовавшие глобальным рецессиям, определяемым как годовые темпы мирового экономического роста (на основе весов паритета покупательной способности) на уровне ниже 3 процентов (см. рис. 1.15 и 1.16). Это может отражать хорошо известную трудность прогнозирования событий с малой вероятностью (определяемых как отрицательный результат с вероятностью меньше 10 процентов), например системных финансовых событий или «жесткой посадки».

Даже если веерная диаграмма служит полезным иллюстративным инструментом для представления информации о рисках, лежащих в основе базисных прогнозов ПРМЭ, а эвристический подход, лежащий в основе их построения, позволяет достаточно гибко учитывать широкий диапазон сложных соображений, эта методология имеет определенные недостатки. Факторы неопределенности в некоторой мере являются особенными, так как они не связаны с какой-либо формальной моделью экономики, и фактическое распределение вероятности различных результатов может не быть нормальным. Кроме того, стандартное от-

Рисунок 1.18. Примеры 90-процентных доверительных интервалов, основанных на ГМП¹



Источник: расчеты персонала МВФ.
¹ ГМП — Глобальная модель прогнозирования.

клонение распределения, использованное для построения веерной диаграммы, является фиксированным и не меняется вместе с положением дел в мире. Факторы риска, использованные для определения степени асимметрии в распределении, обычно являются особенными и в реальности распределяются совместно, а не по отдельности. Таким образом, риски инфляции будут повышенными при резком росте цен на нефть, в то время как риски для внутреннего спроса зависят от изменения финансовых условий. Как отмечалось выше, веерная диаграмма, основанная на двухкомпонентном нормальном распределении, может недооценивать риск событий в шлейфе, таких как глобальные рецессии.

Метод перспективных индикаторов

Метод веерной диаграммы может, в частности, дополняться наблюдением за рисками глобальной рецессии с использованием метода перспективных индикаторов.

Перспективные (опережающие) индикаторы — это переменные, которые помогают предсказывать вероятность глобальных спадов (рецессий) приблизительно за три – девять месяцев¹⁴. Подходящий индикатор должен иметь поворотную точку, которая систематически и последовательно превосходит изменение глобальной активности.

Перспективные индикаторы давно используются в анализе циклов деловой активности (см. например, Zarnowitz, 1992), хотя, как ни удивительно, по-прежнему трудно найти надежные индикаторы¹⁵.

Анализ персонала МВФ показывает, что индекс, построенный как сочетание финансовых и реальных переменных и циклических цен на биржевые товары в США, обладает многообещающими характеристиками перспективного индикатора. Финансовые переменные включают наклон структуры процентных ставок (замещающим параметром которого служит спред ставок по 10-летним и трехмесячным казначейским обязательствам) и нормы прибыли по акциям (S&P 500). Другими переменными служат объем промышленного производства в США и индекс цен на металлы МВФ. Согласно данным на сентябрь 2008 года, этот индикатор показывает, что вероятность глобальной

¹⁴ Датирование циклов глобальной активности основано на месячной серии данных о глобальном промышленном производстве.

¹⁵ Другой трудностью является отсутствие достаточно длинных временных рядов для многих актуальных индикаторов с высокой периодичностью.

рецессии в следующие три месяца приближается к 60 процентам против почти 50 процентов в конце прошлого года¹⁶. Как показывает рисунок 1.17, вместе взятые эти переменные предсказывали прошлые глобальные рецессии с вероятностью свыше 50 процентов, и в период 1980–2007 годов не давали ложных сигналов¹⁷.

Этот подход также следует использовать осторожно. Сила и время сигнала для разных рецессий были различными, что соответствует общему опыту работы с перспективными индикаторами (см., например, Stock and Watson, 1989, 2003). Более того, метод перспективных индикаторов является по сути статистическим и практически не раскрывает процессы, ведущие к отрицательному результату, или их возможные изменения во времени. Таким образом, метод перспективных индикаторов на глобальном уровне, несмотря на его простоту и интуитивную обоснованность, не является панацеей, когда речь идет об оценке рисков для глобального экономического роста.

Анализ сценариев

Альтернативный способ решения вышеуказанных проблем заключается в дополнении основной на суждениях оценке риска, заложенной в веерные диаграммы, анализом, использующим полностью разработанную модель для оценки воздействия шоков на ключевые переменные. Так, на рисунке 1.15 апрельского выпуска «Перспектив развития мировой экономики» 2008 года были проиллюстрированы последствия более мощного шока в финансовом секторе, а во вставке 1.1 апрельского выпуска «Перспективы развития мировой экономики» 2007 года были показаны последствия шоков цен на нефть, обусловленных, соответственно, факторами спроса и предложения. Для отслеживания сложных динамических взаимосвязей, имеющих место, когда шок смещает экономику с ранее ожидавшейся траектории, особенно применимо имитационное моделирование. Однако сами по себе имитационные сценарии не дают указаний на распределение рисков. Для этого в модель должна включаться система вероятностей, содержащая оценки распределений соответствующих шоков.

¹⁶Для сравнения веерная диаграмма показывает, что риск глобальной рецессии в настоящее время составляет почти 20 процентов.

¹⁷Ложным сигналом является предсказание глобальной рецессии с вероятностью свыше 50 процентов в период, когда глобальная экономика росла.

Доверительные интервалы, основанные на макроэкономических моделях

В настоящее время в МВФ ведется работа над оценочной многострановой моделью, способной производить базисные прогнозы и веерные диаграммы с четким указанием всех числовых допущений, включая распределение шоков¹⁸. Эта новая Глобальная прогнозная модель (ГПМ) развивает значительные успехи, которые были достигнуты различными центральными банками в оценке полных систем уравнений, увязывающих шоки спроса и предложения на различных рынках с макроэкономическими переменными¹⁹. Такая модель не способна составить прогноз с полной страновой детализацией, приводимой в прогнозах ПРМЭ, но обладает тем преимуществом, что является более последовательной и четкой, в том что касается допущений и результатов. Она может также использоваться для составления условных прогнозов для указания воздействия шоков на одну или несколько переменных.

Почти все эти исследования до сих пор основывались на симметричных распределениях шоков и линейных моделях, что давало симметричные доверительные интервалы, однако персонал МВФ работает над введением трех факторов асимметрии: 1) нулевого нижнего предела процентной ставки; 2) нелинейного процесса производства/инфляции, в котором положительные шоки совокупного спроса имеют более высокие инфляционные последствия, когда экономика перегрета, чем когда в экономике имеются значительные незадействованные мощности; и 3) влияния ограниченности кредита на реальную экономику, когда ослабление финансовых условий может не вести к существенному повышению кредитования сверх определенного порогового уровня (после того как масса залогового обеспечения становится достаточной для заверения кредиторов в надежности выданных ими кредитов, дальнейшее увеличение стоимости

¹⁸Описание предварительной версии ГПМ для трех регионов, включающей модели для США, зоны евро и Японии, см. в работе Sarabenciov et al. (готовится к печати). В ближайшее время ГПМ будет использоваться для составления сценариев и проверки согласованности базисных прогнозов страновых экономистов МВФ, во многом подобно тому, как Совет управляющих ФРС пользуется макроэкономическими моделями для проверки согласованности собственных прогнозов.

¹⁹Это стало возможным благодаря разработке удобных для пользователя байесовских процедур оценки, которые в настоящее время широко применяются директивными органами и научными крутами для оценки макроэкономических моделей. См. Laxton, Rose, and Scott (готовится к печати).

залогового обеспечения может уже не оказывать существенного влияния на их поведение).

На рисунке 1.18 приводятся некоторые примеры доверительных интервалов, взятых из данной расширенной версии ГПМ²⁰. Линии центральной траектории в веерах отражают базисные решения модели для ожидаемой траектории экономики. В отличие от традиционных прогнозов, данный прогноз не является условным, что подразумевает, что все шоки приводятся к нулю и не используется вводная информация, основанная на субъективных мнениях, которая обычно оказывается крайне полезной при подготовке краткосрочных прогнозов²¹. Границы вееров показывают 90 процентные доверительные интервалы, которые выводятся из оценочных исторических распределений шоков. Более широкие доверительные интервалы, показанные на четвертом графике, основаны на включении в ГПМ предположения о том, что шоки для условий кредитования возрастают при исключительно жестких существующих условиях кредитования. Более широкие границы показывают, что возросшая неуверенность будет полностью находиться на стороне риска ухудшения разрыва между фактическим и потенциальным объемом производства, темпов инфляции и краткосрочных процентных ставок.

Литература

- Adrian, Tobias, and Hyun Song Shin, 2008, "Financial Intermediary Leverage and Value at Risk," Staff Report No. 338 (New York: Federal Reserve Bank of New York).
- Ahearne, Alan G., John Ammer, Brian M. Doyle, Linda S. Kole, and Robert F. Martin, 2005, "House Prices and Monetary Policy: A Cross-Country Study," International Finance Discussion Paper No. 841 (Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System).
- Bank for International Settlements (BIS), 2008, *78th Annual Report* (Basel).

²⁰Описание модели и методологии, использованной для построения веерных диаграмм ГПМ, см. в работе Chen, Kamenik, and Laxton (готовится к печати).

²¹В эффективных, основанных на моделях прогнозах, составляемых директивными органами, обычно широко используются субъективные оценки для определения прогноза на первые два квартала. Такие суждения основываются на значительно большем объеме информации, чем может быть получено только из прогнозов, создаваемых в макроэкономической модели — см. Laxton, Rose, and Scott (готовится к печати).

- Barro, Robert, and Xavier Sala-i-Martin, 2004, *Economic Growth*, second edition (New York: McGraw Hill).
- Benito, Andrew, 2007, "Housing Equity as a Buffer: Evidence from UK Households," Working Paper No. 324 (London: Bank of England).
- Bernanke, Ben S., 2008, "Reducing Systemic Risk," speech at the Federal Reserve Bank of Kansas City's Annual Economic Symposium on "Maintaining Stability in a Changing Financial System," Jackson Hole, Wyoming, August 21–23.
- Blanchard, Olivier, and Jordi Galí, 2007, "The Macroeconomic Effects of Oil Shocks: Why Are the 2000s So Different from the 1970s?" NBER Working Paper No. 13368 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Britton, E., P.G. Fisher, and J.D. Whitley, 1998, "The *Inflation Report* Projections: Understanding the Fan Chart," *Bank of England Quarterly Bulletin*, Vol. 38 (February), pp. 30–37.
- Buiter, Willem H., 2008, "Lessons from the North Atlantic Financial Crisis," paper prepared for the Columbia Business School and Federal Reserve Bank of New York conference, "The Role of Money Markets," New York, May 29–30.
- Calomiris, Charles, Stanley D. Longhofer, and William Miles, 2008, "The Foreclosure-House Price Nexus: Lessons from the 2007–2008 Housing Turmoil," NBER Working Paper No. 14294 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Carabenciov, I., I. Ermolaev, C. Freedman, M. Juillard, O. Kamenik, D. Korsunmov, and D. Laxton, forthcoming, "A Small Quarterly Multi-Country Projection Model with Financial-Real Linkages and Oil Prices," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Cardarelli, Roberto, Tommaso Monacelli, Alessandro Rebucci, and Luca Sala, forthcoming, "Housing Finance, Housing Shocks, and the Business Cycle: Evidence from OECD Countries," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Chen, H., K. Clinton, Ondrej Kamenik, and Douglas Laxton, forthcoming, "Constructing Forecast Confidence Bands with GPM," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Claessens, Stijn, M. Ayhan Kose, and Marco Terrones, forthcoming, "What Happens During Recessions, Crunches, and Busts?" IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).

- Dell’Ariccia, Giovanni, Deniz Igan, and Luc Laeven, 2008, “Credit Booms and Lending Standards: Evidence from the Subprime Mortgage Market,” IMF Working Paper 08/106 (Washington: International Monetary Fund).
- Deutsche Bank, 2008, “Housing Correction: U.S. Ahead of Europe,” *Global Economic Perspectives*.
- Estevão, Marcello, and Natalia Barrera, forthcoming, “House Prices and Regional Cycles in the United States,” IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund). (A summary of this work is available as Chapter V in *United States: Selected Issues*, IMF Country Report No. 08/256 (Washington: International Monetary Fund). Available at www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2008/cr08256.pdf.)
- Estevão, Marcello, and Prakash Loungani, forthcoming, “Housing Markets and Labor Market Dynamics,” IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Hilbers, Paul, Alexander W. Hoffmaister, Angana Banerji, and Haiyan Shi, 2008, “House Price Developments in Europe: A Comparison,” IMF Working Paper 08/211 (Washington: International Monetary Fund).
- Hodrick, Robert J., and Edward C. Prescott, 1997, “Postwar U.S. Business Cycles: An Empirical Investigation,” *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 29 (February), pp. 1–16.
- International Monetary Fund (IMF), 2008a, “Food and Fuel Prices—Recent Developments, Macroeconomic Impact, and Policy Responses” (Washington, June and September). Available at www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/063008.pdf and www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/091908.pdf.
- , 2008b, *Global Financial Stability Report: Financial Stress and Deleveraging—Macrofinancial Implications and Policy* (Washington, October).
- Klyuev, Vladimir, 2008, “What Goes Up Must Come Down? House Price Dynamics in the United States,” IMF Working Paper 08/187 (Washington: International Monetary Fund).
- Lane, Philip, 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).
- Laxton, Douglas, D. Rose, and Alasdair Scott, forthcoming, “Developing a Structured Forecasting and Policy Analysis System,” IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Muellbauer, John, 2008, “Housing, Credit and Consumer Expenditure,” CEPR Discussion Paper No. 6782 (London: Centre for Economic Policy Research).
- Organization for Economic Cooperation and Development (OECD), 2006, “Recent House Price Developments: The Role of Fundamentals,” *OECD Economic Outlook*, No. 78 (December), pp. 123–54.
- , 2008, *OECD Economic Outlook*, No. 83 (June).
- Poterba, James, 1984, “Tax Subsidies to Owner-Occupied Housing: An Asset-Market Approach,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 99 (November), pp. 729–52.
- Stock, James, and Mark Watson, 1989, “New Indexes of Coincident and Leading Economic Indicators,” in *NBER Macroeconomic Annual: 1989* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press), pp. 351–94.
- , 2003, “How Did Leading Indicator Forecasts Perform During the 2001 Recession?” *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, Vol. 89 (Summer), pp. 71–90.
- Timmermann, Allan, 2006, “An Evaluation of the World Economic Outlook Forecasts,” IMF Working Paper 06/59 (Washington: International Monetary Fund).
- Tsatsaronis, Kostas, and Haibin Zhu, 2004, “What Drives Housing Price Dynamics: Cross-Country Evidence,” *BIS Quarterly Review* (March), pp. 65–78.
- Vamvakidis, Athansios, 2008, “Convergence in Emerging Europe: Sustainability and Vulnerabilities,” IMF Working Paper 08/81 (Washington: International Monetary Fund).
- Warnock, Veronica Cacdac, and Francis E. Warnock, 2007, “Markets and Housing Finance,” NBER Working Paper No. 13081 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Zarnowitz, Victor, 1992, *Business Cycles: Theory, History, Indicators, and Forecasting* (Chicago: University of Chicago Press).

С учетом глобальных перспектив, обрисованных в главе 1, в настоящей главе рассматривается вопрос о том, как основные страны и регионы, составляющие мировую экономику, решают проблемы, вызванные острой напряженностью на финансовых рынках, высокими ценами на биржевые товары и глобальным экономическим спадом. Затем приводятся выводы для экономической политики, призванные найти надлежащее сочетание между реагированием на ухудшающиеся краткосрочные перспективы, сдерживанием инфляции и укреплением потенциала более долгосрочного роста¹.

США и Канада. Прогноз спада

США находятся в центре усиливающегося глобального финансового шторма, который рассматривается в главе 1, и в настоящее время темпы роста экономики страны быстро снижаются. Последние имеющиеся данные говорят о том, что ВВП вырос на 2,8 процента за второй квартал в годовом исчислении вследствие того, что увеличивающийся объем чистого экспорта и разосланные налогоплательщикам чеки возврата налогов стимулировали потребление и пересилили негативное воздействие финансовых потрясений, продолжающейся корректировки на рынке жилья и высоких цен на биржевые товары. Вместе с тем, в совокупности за последние три квартала средние темпы роста составляли лишь 1¼ процента, что значительно ниже потенциала. Что более существенно, имеющиеся данные за третий квартал указывают на дальнейшее снижение темпов роста, и опережающие индикаторы, такие как потребительская и предпринимательская уверенность и все более убедительные свидетельства негативного воздействия происходящих сбоев на финансовых рынках на кредитные условия, позволяют предположить, что экономическая активность будет сокращаться в текущем квартале и в начале 2009 года.

С лета 2007 года сокращение инвестиций в жилье является ведущим фактором, сдерживающим рост производства (снижая темпы роста приблизительно на ¾ процентного пункта), запасы уменьшились,

а рост потребления замедлился. В то же время, имеется два фактора, поддерживающих устойчивость экономики. Во-первых, продолжается быстрый рост чистого экспорта, обеспечивший дополнительный экономический рост на 1½ процентного пункта за этот период, хотя из-за быстро растущих цен на нефть дефицит счета текущих операций оставался на уровне около 5 процентов ВВП. Во-вторых, несмотря на замедление экономического роста и ужесточение кредитных условий, состояние фирм США остается благополучным, благодаря относительно низкой доле заемных средств, высоким прибылям и высокому спросу на экспорт, чем объясняется лишь умеренное сокращение деловых расходов и занятости до недавнего времени.

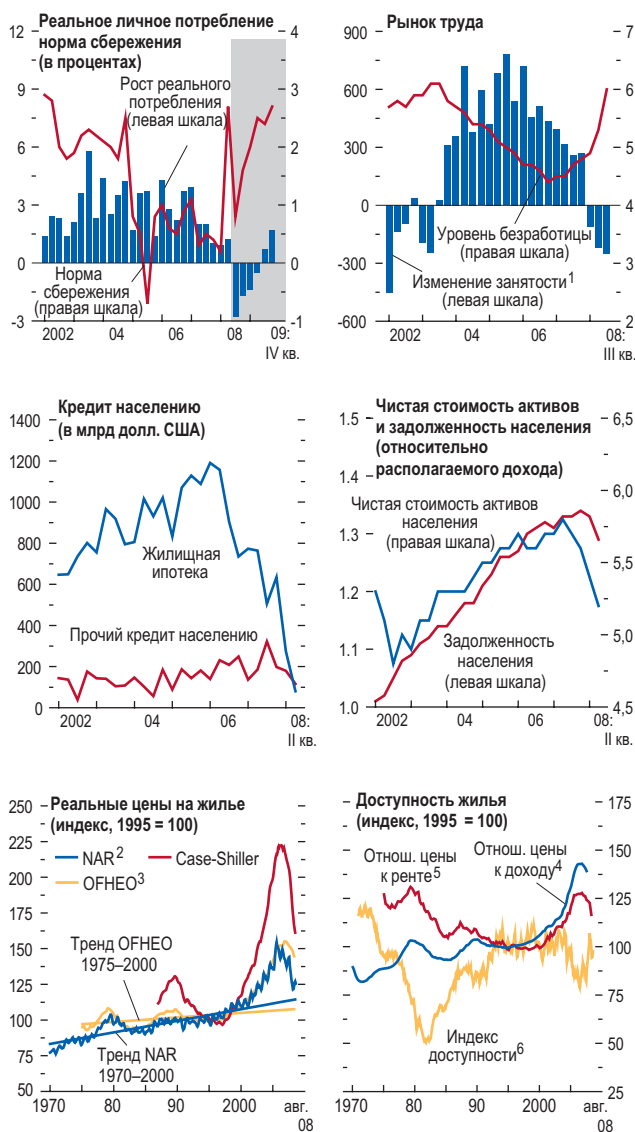
Сейчас, когда наступление рецессии представляется все более вероятным, главные вопросы таковы: насколько глубоким будет спад, когда начнется подъем, и насколько активным он окажется? Важнейшими детерминантами краткосрочных перспектив будут действенность недавних правительственных инициатив по стабилизации условий на финансовых рынках, а также поведение населения США в условиях нарастающего стресса, фаза цикла рынка жилья и степень, в которой опасения инфляции ограничивают возможности денежно-кредитной политики.

В условиях быстро распространяющегося и все более опасного финансового кризиса власти предприняли шаги для устранения непосредственных угроз системной стабильности и утвердили крупномасштабную инициативу по покупке неликвидных активов у банков, хотя для организации этой работы потребуется время. Реализация этих мер в полном объеме должна помочь стабилизировать ситуацию на рынках, но процесс улучшения балансов все же будет длительным и трудным. Потребуется значительное время, чтобы полностью признать убытки, провести рекапитализацию банков, сократить долю заемных средств и вновь заручиться доверием рынка. Жесткие условия банковского кредитования сейчас оказывают ощутимое воздействие на рост объема новых кредитов, и условия доступа к кредиту, вероятно, будут оставаться жесткими в течение всего 2009 года. Наиболее значительные последствия, вероятно, испытает население, ввиду ухудшающегося состояния его балансов, но фирмы, ве-

¹Дополнительный анализ ситуации в регионах и странах приводится в докладах «Перспективы развития региональной экономики» (ПРРЭ) МВФ.

Рисунок 2.1. США. Трудности, переживаемые населением

Население США испытывает все большие трудности. Пока ему удается поддерживать умеренные темпы роста расходов, но факторы, сдерживающие рост, в настоящее время включают сокращение занятости, ужесточение доступа к кредиту и снижение чистой стоимости активов, а также повышение цен на топливо и продовольствие. Вместе с тем, цены на жилье стали более доступными, и наблюдаются признаки того, что стоимость жилья начинает больше соответствовать историческим трендам.



Источники: Davis, Lehnert, and Martin (2007), Haver Analytics и оценки персонала МВФ.
 1 Квартальное изменение общих фондов заработной платы кроме работников ферм, в тысячах.
 2 National Association of Realtors; трехмесячное скользящее среднее процентного изменения за 12 месяцев.
 3 Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO).
 4 Отношения индекса цен на жилье OFHEO к личному располагаемому доходу на душу населения.
 5 Величина, обратная отношению ренты к цене по совокупному фонду жилья, занимаемого владельцами.
 6 Индекс, равный 100; семья с медианным доходом может получить 80-процентный ипотечный кредит на медианную цену существующего дома для одной семьи, переиндексированную на 1995 г. = 100.

роятно, также пострадают в текущих условиях дезорганизации финансовых рынков, несмотря на более прочные балансы и все еще достаточно высокие коэффициенты прибыльности.

Хотя в течение последних кварталов продолжался рост потребления, население США переживает серьезные проблемы ликвидности и напряженное состояние балансов. Рост доходов замедлился в связи с происходящим с января сокращением занятости, средняя продолжительность рабочей недели уменьшилась, безработица повысилась на целый процентный пункт, рост зарплаты переживает застой, а цены на бензин остаются высокими (рис. 2.1). Падение цен на жилье и ослабление рынка акций способствовали 10-процентному сокращению чистой стоимости активов населения относительно ВВП. Кроме того, заметно ужесточился доступ к кредиту, прежде всего по ипотеке, но также и для других источников потребительского финансирования.

Один из ключевых аспектов базисного прогноза состоит в том, что теперь возникнут более явные признаки спада потребления. Согласно прогнозам, уровень потребления будет снижаться во второй половине 2008 года, по мере затухания стимулирующего воздействия возврата налогов, а также в начале 2009 года. Затем в течение оставшейся части года будет происходить постепенный подъем потребления, который будет сдерживаться сохраняющимися проблемами кассовых потоков и необходимостью восстановления сбережений.

Проблемы для населения отчасти отражают продолжающийся крупномасштабный спад на рынке жилья. Снижение цен на жилье, составившее от 5 до 17 процентов за прошедший год, в зависимости от используемого индекса, не имеет прецедента со времен Великой депрессии. В результате более 10 млн домашних хозяйств имеют долг по кредиту на свое жилье, превышающий рыночную стоимость этого жилья. Активная, связанная с жильем, также резко упала — число новостроек сократилось на 60 процентов с максимального уровня. Эта корректировка была необходима после периода излишеств, и сейчас наблюдаются некоторые предварительные признаки стабилизации, например в последних данных о продаже жилья, хотя до трети продаж теперь связаны с отчуждением залога, что указывает скорее на слабость, а не силу этого сектора.

Согласно базисным прогнозам, после четырех лет корректировки в 2009 году цикл рынка жилья в конечном счете достигнет своей нижней точки. Эти прогнозы предусматривают снижение цен на жилье еще на 10 процентов к концу года в соответствии

с ожиданиями рынков (хотя эти форвардные рынки очень неактивны), что приведет цены в большее соответствие с экономическими детерминантами. Кроме того, уровень инвестиций в жилье относительно ВВП близок к самому низкому за последние 40 лет, и снижение числа новостроек ведет к сокращению фонда непроданного нового жилья. Определенную поддержку рынку должно также оказать только что принятое законодательство, призванное облегчить рефинансирование ипотечных кредитов, превышающих стоимость жилья, под федеральные гарантии и заверить рынки в том, что Fannie Mae и Freddie Mac — предприятия, спонсируемые государством (ПСГ), на долю которых приходится около 80 процентов новых ипотечных кредитов за последние кварталы, будут и далее предоставлять финансирование для покупки жилья.

В области инфляции все еще высокие цены на энергоносители повысили общий уровень инфляции расходов на личное потребление (РЛП) до 4,6 процента (в расчете за 12 месяцев) в августе 2008 года, тогда как базовая инфляция РЛП поднялась до 2,6 процента. Учитывая снижение мировых цен на нефть в последний период, общий уровень инфляции, вероятно, начнет снижаться, и увеличение разрыва между фактическим и потенциальным объемом производства, умеренное повышение зарплаты и подъем производительности должны способствовать сдерживанию базовой инфляции.

Исходя из анализа совокупности этих факторов, прогнозируются снижение активности в последнем квартале 2008 года и первом квартале 2009 года, стабилизация во втором квартале и затем начало постепенного подъема. В годовом исчислении темпы роста снизятся с 2,0 процента в 2007 году до 1,6 процента в 2008 году и 0,1 процента в 2009 году (таблица 2.1). Экономика вновь достигнет потенциальных темпов роста только в 2010 году. Риски относительно этого прогноза смещены в сторону снижения темпов роста. Особые опасения вызывает возможность того, что сокращение кредита будет все больше сдерживать экономическую активность, что корректировка на рынке жилья продолжится до 2010 года включительно, и что инфляционное давление окажется более устойчивым, ограничивая пространство для маневра ФРС. Основной потенциал для повышения темпов роста связан с тем, что, несмотря на финансовые проблемы, фирмы США, возможно, смогут поддерживать параметры своих расходов лучше, чем ожидалось, что обеспечит большую, по сравнению с прогнозом, поддержку доходов населения.

Хотя ближайшая задача заключается в стабилизации условий на финансовых рынках, директивные органы должны обеспечить надлежащие поддерживающие параметры макроэкономической политики, включая меры по противодействию циклу отрицательной обратной связи между макроэкономикой и финансовым сектором. Весьма адаптивный курс проводимой денежно-кредитной политики может быть еще более либерализован, если возникнет вероятность углубления спада (хотя его действенность может оказаться ограниченной в случае сохранения финансовой напряженности), а ФРС будет по-прежнему бдительно следить за инфляцией. Со временем необходимо будет перейти на более нейтральный курс политики по мере того, как экономический подъем будет набирать обороты и будут улучшаться финансовые условия. В бюджетной сфере пакет мер стимулирования обеспечил своевременную поддержку, но бюджетный дефицит резко растет, и теперь прогнозируется на уровне $4\frac{1}{2}$ процента ВВП в 2009 году, самом высоком среди стран Группы семи, без учета потенциально значительного воздействия принятых недавно мер по стабилизации финансового и жилищного секторов. Необходимость фискальной консолидации в условиях среднесрочного давления на расходы и долгосрочных задач, обусловленных демографическими тенденциями и ростом медицинских расходов, указывает на потребность в принятии корректирующих мер в других областях, когда ситуация стабилизируется, с тем чтобы возместить затраты на поддержку финансовой системы.

В Канаде экономическая активность резко снизилась с середины 2007 года и прогнозируется, что темпы роста снизятся с 2,7 процента в 2007 году до 0,7 процента в 2008 году и затем вновь возрастут до 1,2 процента в 2009 году. Ресурсоемкие сектора выиграли от высоких цен на биржевые товары, однако запаздывающее воздействие предшествующего укрепления реального курса канадского доллара в сочетании со снижением активности в США нанесло сильный удар по обрабатывающей промышленности. Банк Канады в период с декабря 2007 по апрель 2008 года снизил процентные ставки на 150 базисных пунктов и с тех пор сохраняет их на неизменном уровне. Хотя инфляция повысилась до $3\frac{1}{2}$ процента за последний период, она в целом остается под эффективным контролем, отчасти благодаря укреплению национальной валюты. Банки пока в целом успешно выдерживают финансовые трудности благодаря консервативному регулированию и низ-

Таблица 2.1. Страны и регионы с развитой экономикой. Реальный ВВП, потребительские цены и безработица

(Годовые процентные изменения и проценты рабочей силы)

	Реальный ВВП				Потребительские цены				Безработица			
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
Страны с развитой экономикой	3,0	2,6	1,5	0,5	2,4	2,2	3,6	2,0	5,7	5,4	5,7	6,5
США	2,8	2,0	1,6	0,1	3,2	2,9	4,2	1,8	4,6	4,6	5,6	6,9
Зона евро ¹	2,8	2,6	1,3	0,2	2,2	2,1	3,5	1,9	8,7	7,4	7,6	8,3
Германия	3,0	2,5	1,8	—	1,8	2,3	2,9	1,4	9,8	8,4	7,4	8,0
Франция	2,2	2,2	0,8	0,2	1,9	1,6	3,4	1,6	9,2	8,3	7,7	8,3
Италия	1,8	1,5	-0,1	-0,2	2,2	2,0	3,4	1,9	6,8	6,2	6,7	6,6
Испания	3,9	3,7	1,4	-0,2	3,6	2,8	4,5	2,6	8,5	8,3	11,2	14,7
Нидерланды	3,4	3,5	2,3	1,0	1,7	1,6	2,9	2,6	3,9	3,2	2,8	2,9
Бельгия	2,9	2,8	1,4	0,2	2,3	1,8	4,6	2,8	8,3	7,5	7,1	8,6
Австрия	3,4	3,1	2,0	0,8	1,7	2,2	3,5	2,3	4,8	4,4	4,2	4,4
Финляндия	4,9	4,5	2,5	1,6	1,3	1,6	3,9	2,5	7,7	6,8	6,2	6,2
Греция	4,2	4,0	3,2	2,0	3,3	3,0	4,4	3,1	8,9	8,3	7,7	8,3
Португалия	1,4	1,9	0,6	0,1	3,0	2,4	3,2	2,0	7,7	8,0	7,6	7,8
Ирландия	5,7	6,0	-1,8	-0,6	2,7	2,9	3,5	2,4	4,4	4,5	5,7	7,0
Люксембург	6,1	4,5	2,3	1,8	2,7	2,3	3,7	1,8	4,4	4,4	4,4	4,8
Словения	5,7	6,1	4,3	3,7	2,5	3,6	5,9	3,3	5,9	4,8	4,8	5,0
Кипр	4,0	4,4	3,4	2,8	2,2	2,2	4,6	3,5	4,6	3,9	3,9	3,9
Мальта	3,1	3,7	2,8	2,3	2,6	0,7	3,7	2,2	7,3	6,4	6,5	7,0
Япония	2,4	2,1	0,7	0,5	0,3	—	1,6	0,9	4,1	3,8	4,1	4,5
Соединенное Королевство ¹	2,8	3,0	1,0	-0,1	2,3	2,3	3,8	2,9	5,4	5,4	5,4	6,0
Канада	3,1	2,7	0,7	1,2	2,0	2,1	2,5	2,1	6,3	6,0	6,2	6,3
Корея	5,1	5,0	4,1	3,5	2,2	2,5	4,8	4,0	3,5	3,3	3,1	3,0
Австралия	2,7	4,2	2,5	2,2	3,5	2,3	4,6	3,6	4,8	4,4	4,3	4,8
Тайвань, провинция Китая	4,9	5,7	3,8	2,5	0,6	1,8	4,2	2,5	3,9	3,9	3,9	4,1
Швеция	4,1	2,7	1,2	1,4	1,5	1,7	3,4	2,8	7,0	6,1	6,6	7,1
Швейцария	3,4	3,3	1,7	0,7	1,0	0,7	2,6	1,5	3,0	2,5	2,6	2,8
САР Гонконг	7,0	6,4	4,1	3,5	2,0	2,0	4,8	4,3	4,8	4,1	3,5	3,6
Дания	3,9	1,7	1,0	0,5	1,9	1,7	3,4	2,8	3,9	2,8	1,8	2,6
Норвегия	2,5	3,7	2,5	1,2	2,3	0,8	3,2	2,7	3,4	2,5	2,5	3,0
Израиль	5,2	5,4	4,3	2,8	2,1	0,5	4,8	3,3	8,4	7,3	6,0	6,2
Сингапур	8,2	7,7	3,6	3,5	1,0	2,1	6,5	3,3	2,7	2,1	2,1	2,2
Новая Зеландия ²	1,9	3,2	0,7	1,5	3,4	2,4	4,2	3,8	3,8	3,6	4,0	4,3
Исландия	4,4	4,9	0,3	-3,1	6,8	5,0	12,1	11,2	1,3	1,0	2,2	3,9
<i>Для справки</i>												
Крупнейшие страны с развитой экономикой	2,7	2,2	1,2	0,1	2,4	2,2	3,5	1,7	5,8	5,5	5,8	6,6
Новые индустриальные страны Азии	5,6	5,6	4,0	3,2	1,6	2,2	4,8	3,5	3,7	3,4	3,3	3,3

¹На основании гармонизированного индекса потребительских цен Евростата.

²Потребительские цены, не включая компоненты, связанные с процентными ставками.

кой доле структурированных финансовых продуктов в их портфелях, но риски сохраняются ввиду их тесных экономических и финансовых связей с США.

Западная Европа. Под напором нескольких шоков

Западная Европа переживает значительные шоки, ведущие к ослаблению экономической активности, в частности, исключительный финансовый стресс. Рост реального ВВП в зоне евро затормозил-

ся после подъема в первом квартале. В других странах темпы роста уже были заметно ниже в первом квартале, в том числе в Соединенном Королевстве и большинстве стран Северной Европы, и конъюнктурные индикаторы теперь указывают на то, что многие страны приближаются к рецессии или вступают в период рецессии. В то же время, высокие цены на нефть и продовольствие все еще удерживают инфляцию на повышенном уровне.

Имеется несколько факторов, снижающих темпы экономического роста. Первоначально это в основном были цены на нефть, но в последнее время

на рост все более влияет ужесточение финансовых условий². Относительно уровней 2007 года цены на нефть в евро повысились приблизительно на 40 процентов и, в сочетании с быстро растущими ценами на продовольствие, сдерживают и без того медленный рост потребления. При прочих равных условиях, согласно стандартному эмпирическому правилу, в результате такого шока объем производства сократится в широком диапазоне на величину до приблизительно 2/3 процента ВВП в зоне евро и в меньшей степени в странах-производителях нефти, таких как Соединенное Королевство и Норвегия. Хотя цены на нефть выросли в семь раз с 1999 по 2008 год, ответные изменения зарплаты в целом оставались небольшими, в отличие от 1970-х годов, благодаря структурным реформам и укреплению основ политики. В сочетании с быстрым охлаждением активности и усиливающейся обеспоеченностью относительно безработицы, эти факторы должны способствовать ограничению роста зарплаты в течение предстоящего года (рис. 2.2). Таким образом, хотя общий уровень инфляции в последнее время остается в диапазоне 3–4 процентов во многих странах, базовая инфляция (без учета всех продуктов питания и энергоносителей), как правило, была ниже 2 процентов в зоне евро и Соединенном Королевстве³. Инфляционные ожидания в целом прочно зафиксированы, хотя в Соединенном Королевстве в меньшей степени, чем в зоне евро.

В то время как повышения цен на нефть и продовольствие урезают реальные располагаемые доходы, происходит быстрое ужесточение финансовых условий. Европейские банки переживают трудности из-за стечения неблагоприятных шоков. Они испытывают проблемы вследствие убытков по их авуарам активов США, связанных с ипотекой, и снижения общего качества кредита с 2007 года. Опасения, первоначально связанные с ликвидностью, теперь также сказываются на платежеспособности. Уверенность в секторе ослабла, и банкам с вы-

²См. также готовящийся к выпуску доклад «Перспективы развития региональной экономики: Европа», в котором более подробно освещаются последствия шоков цен на биржевые товары и происходящих финансовых потрясений для Европы.

³Рост цен на продовольствие по индексу потребительских цен (ИПЦ) в зоне евро поднялся с приблизительно 2 процентов в середине 2007 года до 6,2 процента в августе 2008 года, что составило 0,8 процентного пункта в общем уровне инфляции по ИПЦ в июне — 3,8 процента. Доля энергоносителей составила 1,1 процентного пункта. Повышение цен на продовольствие в основном ведет к перераспределению дохода в пределах Западной Европы и поэтому оказывает намного меньшее прямое воздействие на экономический рост, чем высокие цены на нефть (см. главу 3).

Рисунок 2.2. Западная Европа. Замедление роста спроса и высокая инфляция¹

Хотя общий уровень инфляции высок, темпы роста заработной платы в целом остаются невысокими, и снижение активности и нарастающая обеспоеченность относительно безработицы, вероятно, будут сдерживать спрос на повышение оплаты труда. В зоне евро денежно-кредитные условия являются довольно жесткими по сравнению с недавним прошлым, и страны не обладают широкими возможностями для дискреционного бюджетного стимулирования без нарушения Маастрихтского лимита дефицита в 3 процента ВВП.



Источники: Европейский центральный банк; Европейская комиссия; Евростат; Haver Analytics; Thomson Datastream и оценки персонала МВФ.

¹Данные относятся к зоне евро, если не указано иное.

²Отклонение от среднего уровня 1993–2002 годов.

³АВТ: Австрия; БЕЛ: Бельгия; ГЕР: Германия; ГРЦ: Греция; ИРЛ: Ирландия; ИСП: Испания; ИТА: Италия; НЛД: Нидерланды; ПРТ: Португалия; СК: Соединенное Королевство; ФИН: Финляндия; ФРА: Франция.

⁴В этой формуле установлен равный вес (0,5) для отклонения равновесной инфляции от целевого показателя инфляции и для разрыва между фактическим и потенциальным объемом производства; нижний диапазон основан на естественном уровне, равном 3,5 процента, а верхний диапазон — на естественном уровне, равном 4,5 процента.

⁵Межбанковская ставка предложения по кредитам в евро.

сокой долей заемных средств трудно обеспечивать свое дальнейшее финансирование в условиях растущей обеспокоенности кредиторов относительно риска в балансах. Необходимо повысить отношение собственного капитала к активам, что в значительной мере придется сделать путем сокращения кредитования ввиду снизившихся курсов акций банков. Процесс сокращения доли заемных средств, включая уход некоторых организаций с рынка, вероятно, будет длительным и трудным, и банки уже сейчас намного ужесточили стандарты кредитования по сравнению с периодом до начала потрясений.

Население и фирмы, работающие в секторе недвижимости, испытывают трудности в условиях растущего бремени долга, особенно в таких странах, как Ирландия, Испания и Соединенное Королевство, где распространены ипотечные кредиты с плавающей ставкой, индексируемые по краткосрочным процентным ставкам. В этих и некоторых других странах цены на жилье падают в реальном выражении, тогда как в других странах темпы их роста быстро снижаются (см. вставку 1.2). Существует риск прямого сокращения кредита, связанного с рынком жилья, однако ряд факторов будут сдерживать неблагоприятный цикл обратной связи между финансовым и реальным секторами (глава 4). Хотя операции с жильем в целом составляют более значительную долю экономической активности в Западной Европе, чем в США, рост инвестиций в жилье за последний период в целом был менее выраженным, за исключением Греции, Ирландии, Испании, Соединенного Королевства и Финляндии. Кроме того, эти страны менее подвержены факторам финансовой уязвимости, выявленным в США: уровень сбережений населения в целом выше, а долг ниже, кредитование клиентов с низким рейтингом намного менее распространено, отношения суммы кредита к стоимости залога более консервативны, а возможности изъятия средств в счет жилищных активов намного более ограничены. Вместе с тем, даже если непосредственного сокращения кредита не произойдет, спад в секторе жилья будет иметь существенные краткосрочные последствия в некоторых странах (например, в Ирландии, Испании и Соединенном Королевстве) и, за исключением нескольких стран (например, Австрии, Германии и Швейцарии), создаст заметные препятствия для роста в среднесрочной перспективе.

Что касается нефинансовых фирм, их балансы прочнее, чем на момент начала циклического спада 2001–2002 годов, и это должно ограничить влияние напряженности в финансовом секторе на инвестиции. С другой стороны, чем дольше будут

Таблица 2.2. Страны и регионы с развитой экономикой. Сальдо счета текущих операций (В процентах ВВП)

	2006	2007	2008	2009
Страны с развитой экономикой	-1,3	-0,9	-1,0	-0,6
США	-6,0	-5,3	-4,6	-3,3
Зона евро ¹	0,3	0,2	-0,5	-0,4
Германия	6,1	7,6	7,3	6,8
Франция	-0,7	-1,2	-2,8	-2,7
Италия	-2,6	-2,5	-2,8	-2,4
Испания	-8,9	-10,1	-10,1	-7,7
Нидерланды	8,2	6,8	5,6	5,1
Бельгия	2,7	2,1	—	-1,1
Австрия	2,4	3,2	2,8	2,4
Финляндия	4,6	4,6	3,4	2,9
Греция	-11,1	-14,1	-14,0	-14,1
Португалия	-10,1	-9,8	-12,0	-12,7
Ирландия	-3,6	-5,4	-5,0	-4,4
Люксембург	10,5	9,9	8,6	8,2
Словения	-2,8	-4,9	-4,7	-4,7
Кипр	-5,9	-9,7	-9,7	-7,8
Мальта	-8,2	-5,4	-7,7	-6,4
Япония	3,9	4,8	4,0	3,7
Соединенное Королевство	-3,4	-3,8	-3,6	-3,4
Канада	1,4	0,9	0,9	—
Корея	0,6	0,6	-1,3	-0,7
Австралия	-5,3	-6,2	-4,9	-4,3
Тайвань, провинция Китая	7,2	8,6	7,8	6,5
Швеция	8,5	8,5	6,4	5,8
Швейцария	14,7	16,6	9,3	8,7
САР Гонконг	12,1	13,5	11,7	10,3
Дания	2,9	1,1	1,3	1,8
Норвегия	17,3	15,4	19,1	18,0
Израиль	5,9	3,2	0,4	0,5
Сингапур	21,8	24,3	19,2	17,0
Новая Зеландия	-8,7	-8,2	-9,3	-8,1
Исландия	-25,4	-14,6	-18,2	-13,7
<i>Для справки</i>				
Крупнейшие страны с развитой экономикой	-2,0	-1,5	-1,3	-0,9
Зона евро ²	—	0,3	-0,5	-0,5
Новые индустриальные страны Азии	5,3	6,2	4,7	4,3

¹Рассчитано как сумма сальдо соответствующих счетов отдельных стран зоны евро.

²С поправкой на расхождения в отчетных данных по операциям в пределах зоны.

продолжаться финансовые стрессы, тем больше будет ущерб для прибыли, балансов и инвестиций корпораций.

Счет внешних текущих операций зоны евро в 2007 году был близок к сбалансированности (таблица 2.2). Вместе с тем ожидается, что рост экспорта замедлится в соответствии с динамикой мирового спроса, и что состояние счета текущих операций ухудшится, в основном из-за неблагоприятного изменения условий торговли. Кроме того, реальный эффективный обменный курс пре-

вышает уровень, соответствующий среднесрочным детерминантам, несмотря на некоторое снижение за последнее время. Счет текущих операций Соединенного Королевства, напротив, имеет существенный дефицит, и курс фунта стерлингов снизился более чем на 10 процентов в реальном эффективном выражении с начала потрясений на рынке.

В этой сложной ситуации центральные банки стремятся облегчить нехватку ликвидности, в том числе путем предоставления ликвидности в долларах США, и правительства ряда стран (например, Бельгии, Германии, Люксембурга, Нидерландов, Соединенного Королевства и Франции) приняли меры по поддержке платежеспособности нескольких крупных финансовых организаций (в частности, Dexia и Fortis) путем повышения максимальных уровней гарантий по вкладам и предоставления гарантий кредиторам (например, в Ирландии) или явных гарантий вкладчикам (например, в Германии и Соединенном Королевстве). Вместе с тем, даже в случае быстрого принятия комплексной стратегии, призванной преодолеть растущую обеспокоенность, представления о риске контрагентов не сразу вернутся к более нормальным уровням. Как следствие, процесс сокращения доли заемных средств в банках будет существенно сдерживать экономический рост в предстоящие кварталы.

Таким образом, базисные прогнозы предусматривают значительное снижение активности по всей Западной Европе и затем начало весьма постепенного подъема во второй половине 2009 года. Ожидается, что темпы роста в зоне евро снизятся с 2,6 процента в 2007 году до 1,3 процента и 0,2 процента соответственно в 2008 и 2009 годах и затем вновь повысятся до 1,4 процента в 2010 году. В Соединенном Королевстве темпы роста реального ВВП снизятся с 3,0 процента в 2007 году до 1,0 процента в 2008 году; активность снизится на 0,1 процента в 2009 году, а затем повысится до 2,2 процента в 2010 году. Риски в отношении этих прогнозов роста смещены в сторону снижения темпов. К ним относятся ускоренное сокращение доли заемных средств в финансовом секторе в результате более широкого снижения цен активов и глобального сокращения кредита, внезапная корректировка глобальных дисбалансов и резкое повышение курса евро. Риски, связанные с повышением темпов роста, касаются продолжающегося динамичного роста занятости и, как следствие, превышения прогнозируемого уровня потребления, но эти риски невелики. Изменчивые цены на энергоносители и продовольствие создают «двусторонний» риск.

Бюджетные позиции стран Западной Европы широко различаются, но многие страны добились существенного прогресса в проведении консолидации со времени предыдущего спада. Даже несмотря на некоторое увеличение в 2008–2009 годах, обусловленное как циклическими факторами, так и мерами поддержки политики, дефицит сектора государственного управления в странах зоны евро все еще составит в среднем около 1¼ процента ВВП, на 1¼ процентного пункта меньше, чем в 2003–2004 годах. Вместе с тем, в некоторых странах (Греции, Ирландии, Италии, Португалии и Франции) бюджетный дефицит все еще далек от их среднесрочных целей, а в некоторых случаях имеет высокую вероятность превышения в ближайший период Маастрихтского критерия, ограничивающего дефицит 3 процентами ВВП. Бюджетная позиция Соединенного Королевства (на 2008 год прогнозируется дефицит в размере 3½ процента ВВП) значительно хуже, чем до предыдущего спада.

Правила пересмотренного Пакта о стабильности и росте дают возможность корректировать цели налогово-бюджетной политики с учетом меняющихся экономических условий. Поскольку дискреционное смягчение политики становится менее эффективным в условиях утраты доверия на финансовых рынках, следует в первую очередь ориентировать дискреционное использование бюджетных ресурсов на меры по стабилизации финансового сектора, если это необходимо. В более общем плане, ввиду проблем, связанных со старением населения, налогово-бюджетная политика должна соответствовать достижению среднесрочных целей. Можно допустить свободное действие автоматических стабилизаторов относительно траектории корректировки в ответ на ослабление активности, за исключением случаев, когда это может противоречить бюджетным правилам. Аналогичным образом, Соединенному Королевству следует разработать политику, соответствующую своим среднесрочным бюджетным правилам. На 2009 и 2010 годы следует оставить в силе согласованные среднесрочные планы расходов и допустить функционирование автоматических стабилизаторов в полном объеме относительно траектории корректировки.

Изменения ставок интервенции за последние шесть месяцев были ограниченными, и центральные банки уделяли основное внимание обеспечению ликвидности на рынках, испытывающих финансовый стресс. Европейский центральный банк поднял ставки интервенции на 25 базисных пунктов, до 4¼ процента в июле 2008 года, что бы-

ло первым изменением с июня 2007 года, тогда как Банк Англии сохраняет ставки на неизменном уровне 5 процентов с апреля 2008 года. Согласно прогнозам, общий уровень инфляции опустится ниже 2 процентов в зоне евро и в Соединенном Королевстве к концу 2009 года. Приоритетная задача для центральных банков на ближайший период состоит в поддержании спокойствия на финансовых рынках путем дальнейшего предоставления ликвидности по мере необходимости. Вместе с тем, ухудшающиеся перспективы, ослабевающее инфляционное давление и ужесточающиеся финансовые условия создают потенциал для смягчения денежно-кредитной политики как в зоне евро, так и в Соединенном Королевстве.

Продолжающиеся финансовые потрясения создают серьезные проблемы для политики в различных областях, в том числе ввиду сложных трансграничных финансовых связей и вторичных эффектов. Последнее обстоятельство особенно актуально для стран ЕС в свете их стремления к созданию единого рынка финансовых услуг. Конкретные проблемы уже стали очевидны, поскольку меры, принимаемые в отдельных странах для снятия финансовой напряженности, приводят к неблагоприятным последствиям для финансовых организаций в других странах. Чтобы решить проблемы, вызванные вторичными эффектами, потребуется повысить уровень солидарной ответственности и подотчетности за обеспечение финансовой стабильности, в частности за предотвращение, урегулирование и преодоление кризисов, в соответствии с обязательствами, принятыми Советом министров финансов ЭКОФИН в мае 2008 года⁴. Для восстановления уверенности теперь требуется решительная приверженность согласованным и скоординированным действиям, с тем чтобы снизить финансовый стресс и избежать серьезного риска регресса в европейской финансовой интеграции.

Акцент на меры политики, призванные ограничить ущерб от финансовых потрясений, не должен, однако, отвлекать внимание от задач структурной политики. Спустя десять лет после введения евро, главная среднесрочная задача, стоящая перед странами-членами зоны евро, состоит

⁴ См. дополнительную информацию в документе от 15 мая 2008 года “ECOFIN Council of Finance Ministers adopt conclusions on financial supervision and provision of financial stability in the EU” (Совет Министров финансов ЭКОФИН принял заключение о финансовом надзоре и финансовой стабильности в ЕС), который имеется по адресу: www.eu2008.si/en/News_and_Documents/Press_Releases/May/0514MF_Svet_ECOFIN.html.

в том, чтобы экономический союз работал столь же успешно, как валютный союз (вставка 2.1). В этом отношении следует отметить, что рост производительности в этих странах отстает от других стран с развитой экономикой, а значительные и устойчивые расхождения между странами зоны евро по счету текущих операций вызывают обеспокоенность относительно механизмов корректировки в валютном союзе. Соответственно, необходимо поддерживать темпы структурных реформ и переориентировать их скоординированным образом, чтобы более эффективно реагировать на неравенство между странами зоны евро. Проводимые реформы приносят свои плоды, способствуя заметному росту занятости и повышению производительности в либерализованных секторах. Вместе с тем, значительные части сектора услуг еще не охвачены реформами, что не позволяет использовать важные потенциальные преимущества в части дохода, устойчивости и снижения инфляции. В связи с этим, конкретные рекомендации относительно реформ в рамках Лиссабонской программы для зоны евро в целом обоснованно акцентируют ускорение реформ рынка услуг и финансовой интеграции. Необходимо усилить координацию политики, чтобы привести национальные программы реформ в большее соответствие с этими рекомендациями для зоны евро.

Страны Азии с развитой экономикой. Меры в ответ на внешние шоки

Хотя в течение первого квартала в Японии не произошло существенного снижения темпов роста, повышающиеся цены на биржевые товары и ослабление внешнего спроса начали сдерживать экономическую активность. Во втором квартале 2008 года экономика пережила спад на 3 процента относительно того же квартала предыдущего года в годовом исчислении, а рост за последние четыре квартала составил менее 1 процента. Основными факторами снижения темпов роста в последний период были частное потребление и инвестиции в основные фонды, тогда как рост за счет чистого экспорта упал до нуля (рис. 2.3).

Последние данные свидетельствуют о растущей слабости экономики в предстоящий период. Снижение темпов роста внешнего спроса со стороны США и Западной Европы, растущие издержки на производственные ресурсы и ожидания снижения прибыли отрицательно сказываются на настроениях корпораций и инвестиционных

планах компаний. В то же время высокие цены на продовольствие и топливо и ухудшающиеся перспективы зарплаты обусловили низкий уровень потребительской уверенности. Хотя финансовые условия ужесточились в меньшей степени, чем в других ведущих странах, отчасти вследствие меньшей доли секьюритизованных финансовых продуктов в портфелях японских банков, индексы фондового рынка в последнее время резко упали из-за обеспокоенности ухудшением перспектив роста. Спреды по свопам кредитного дефолта (СКД) банков увеличились из-за обеспокоенности относительно глобальной финансовой напряженности и ухудшения экономических перспектив⁵. После краха банка Lehman Brothers усилилась обеспокоенность относительно позиций японских банков по операциям с обанкротившейся организацией, что способствовало резкому увеличению спредов по СКД для некоторых организаций и широкому снижению курсов акций. Ожидается, что напряженность в финансовой системе будет сохраняться, хотя и в меньшей степени, чем в США или Западной Европе.

Общий уровень инфляции поднялся значительно выше уровня 2007 года, превысив 2 процента, в результате повышения цен на продовольствие и топливо, но базовая инфляция, без учета продовольствия и топлива, остается около нуля⁶. Фирмы начали отражать свои растущие издержки в ценах для потребителей, но при этом меньше повышают зарплату, поскольку активность снижается, и удельные издержки на рабочую силу продолжают сокращаться в годовом исчислении. Показатели инфляционных ожиданий свидетельствуют о том, что краткосрочные ожидания повысились, тогда как долгосрочные ожидания остаются под контролем.

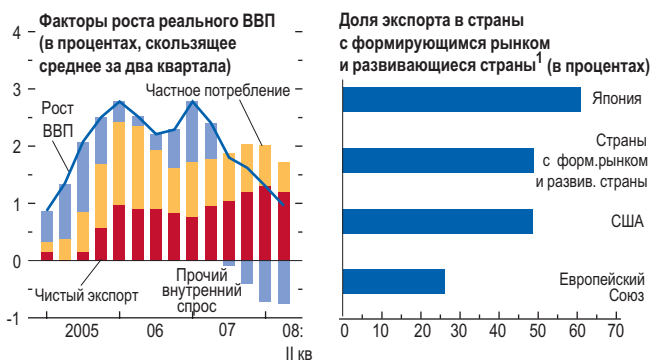
Хотя торговый профицит уменьшился вследствие роста затрат на импорт биржевых товаров, увеличение инвестиционного дохода способствовало поддержанию сальдо счета текущих операций

⁵Хотя проблемы ликвидности в Японии были менее острыми, чем в других странах Группы трех, значительный объем ликвидности, предоставленной Банком Японии, также способствовал стабилизации денежных рынков. См. Документ по отдельным вопросам, сопровождающий доклад о консультациях 2008 года с Японией в соответствии со Статьей IV (имеется на сайте www.imf.org), в котором приводится более подробная информация о воздействии глобальных финансовых потрясений на японскую экономику (IMF, 2008с).

⁶Базовая инфляция согласно используемому властями определению (исключая лишь свежие продукты питания) составляет около 2 процентов, что отражает недавние повышения цен на топливо и другие биржевые товары.

Рисунок 2.3. Япония. Насколько успешно экономика перенесет шок условий торговли?

Экономика Японии испытывает особенно значительное воздействие ухудшения условий торговли. Динамичный экспорт в страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны должен способствовать экономическому росту, но перспективы потребления ухудшаются.



Источники: Haver Analytics; МВФ, «Статистика географической структуры торговли» и расчеты персонала МВФ.

¹В процентах от общего объема экспорта, средние уровни за 2006–2008 годы.

²Годовые процентные изменения реального частного потребления и реального дохода; текущие экономические условия, индекс диффузии Econ Watch Survey; потребительская уверенность, индекс диффузии домашних хозяйств.

³ИПЦ — индекс потребительских цен.

Вставка 2.1. ЭВС: десять лет спустя

Десять лет назад главы государств ЕС положили начало третьему этапу формирования Экономического и валютного союза (ЭВС), утвердив введение евро в 11 странах-членах ЕС с 1 января 1999 года. С тех пор еще четыре члена ЕС приняли евро, и Словацкая Республика готова последовать за ними в начале 2009 года. Создание валютного союза увенчалось несомненным успехом, и зона евро является зоной стабильности в международной экономике. Благодаря высокому уровню доверия к Европейскому центральному банку, инфляция снизилась за прошедшее десятилетие, и инфляционные ожидания в зоне евро теперь менее изменчивы, чем в других странах с развитой экономикой (Beechey, Johannsen, and Levin, 2008)¹. Ключевой задачей в валютной сфере остается интеграция в зону евро всех еще не вошедших в нее членов ЕС, которые изъявили намерение принять евро (к ним не относятся Дания и Соединенное Королевство)². Вместе с тем, формирование экономического союза все еще сопряжено с проблемами даже для существующих членов зоны евро, и имеет место обеспокоенность относительно темпов роста в зоне евро и значительных расхождений между счетами текущих операций внутри зоны.

Исторические показатели экономического роста. Широко распространенное среди наблюдателей представление о том, что ЭВС обеспечил экономическую стабильность, но не рост, не имеет под собой достаточных оснований. ЭВС имеет высокие показатели занятости, что помогает объяснить, почему со времени своего создания ЭВС не отстает от США по темпам роста реального ВВП на душу населения в зоне евро (первая таблица). Уровни занятости в зоне евро отчасти связаны с результатами деятельности ЭВС, которая, вероятно, способствовала укреплению доверия к денежно-кредитной политике, а также с реформами рынка труда, в том числе проводившимися задолго до введения единой валюты в 1999 году. Уровни занятости остаются ниже, чем в США, и доход на душу населения все еще приблизительно на 30 процентов ниже уровней США. Вместе с тем, полная конвергенция маловероятна: европейцы использовали рост производительности со Второй мировой войны, чтобы увеличить до-

¹Основными авторами настоящей вставки являются Йорг Декрессин и Эмиль Ставрев; материал подготовлен на основе выводов работы Decressin and Stavrev (готовится к выпуску).

²Для введения евро требуется выполнить определенные критерии экономической конвергенции. См. дополнительную информацию на веб-странице http://ec.europa.eu/economy_finance/the_euro/joining_euro9413_en.htm.

Зона евро и США. Основные макроэкономические переменные

(В среднем за предыдущие 7 лет, в процентах)

		1992	1999	2007
Рост реального ВВП на душу населения	Зона евро	2,5	1,7	1,3
	США	1,7	2,6	1,3
Рост реального ВВП	Зона евро	2,9	2,0	1,8
	США	2,8	3,7	2,4
Рост занятости	Зона евро	0,5	0,7	0,9
	США	1,8	1,8	1,4
Отношение занятости к числ. населения, конец пер.	Зона евро	40,8	41,7	44,4
	США	45,3	47,4	47,8
Сальдо бюджета сектора гос. управления	Зона евро	-5,0	-3,7	-2,1
	США	-4,5	-1,7	-3,1
Счет текущих операций	Зона евро	-0,7	0,3	0,3
	США	-1,7	-2,0	-5,1
Инфляция	Зона евро	3,4	2,1	2,2
	США	3,9	2,5	2,7
ВВП на душу населения ¹	Зона евро	75,1	70,8	70,9
Справочная статья:	СФП ²	1980–1995	1995–2004	
	Зона евро	0,8	0,2	
	США	0,7	1,6	

Источники: Евростат; МВФ, «Международная финансовая статистика»; расчеты персонала МВФ.

¹В процентах ВВП США на душу населения по паритету покупательной способности.

²СФП — совокупная факторная производительность.

сут в большей степени, чем в США (Blanchard, 2004), и при условии, что эти более высокие уровни досуга не подрывают устойчивости экономики, такая ситуация не является чем-то нежелательным.

Неудовлетворительные показатели производительности зоны евро в рамках ЭВС являются объектом пристального внимания (например, в работе Pisani-Ferry et al., 2008) но, как и в случае экономического роста, действительность, вполне возможно, более сложна, чем можно предположить исходя из первичных данных. Например, за прошедшие 15 лет производительность труда в среднем росла приблизительно на 1 процент в год; значительно медленнее, чем в предыдущие годы. Рост совокупной факторной производительности (СФП) в текущее десятилетие почти остановился. Вместе с тем, низкие темпы роста производительности, вполне возможно, связаны с бумом в сфере занятости, как утверждает в работе Dew-Becker and Gordon (2008). Действительно, перекрестные данные EU KLEMS (van Ark, O'Mahony, and Yrma, 2007) по 12 странам с развитой

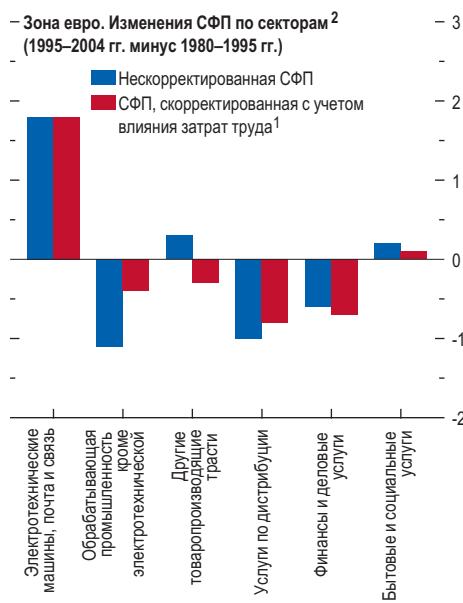
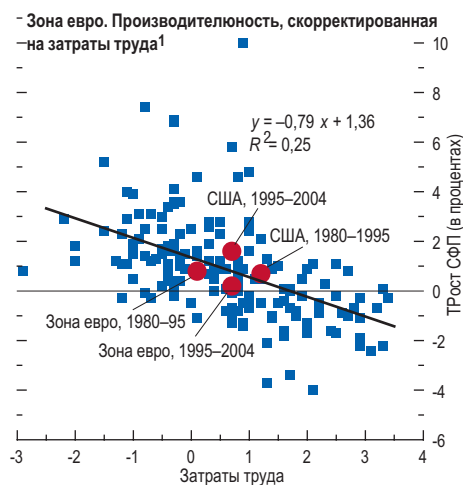
экономикой и шести секторам в каждой стране содержат убедительные свидетельства отрицательной связи между ростом совокупной факторной производительности (СФП) и затратами труда (см. первый рис.). Для такого компромисса может быть много причин. Одна очевидная причина заключается в замещении труда капиталом, увеличивающим предложение рабочей силы, и, возможно, спрос (ввиду снижения налогов на фонд заработной платы). Соответственно, по мере адаптации рынка труда к реформам и демографическим изменениям, темпы роста СФП вполне могут вернуться к более высоким уровням, имевшим место в 1980-е годы.

Вместе с тем, сохраняется обеспокоенность относительно того, что даже с учетом различий в затратах труда темпы роста СФП в зоне евро в среднем ниже, чем в США, особенно в секторах услуг. Это указывает на необходимость открыть более защищенные сектора услуг для конкуренции, то есть обеспечить возможность внешнеторгового оборота услуг.

Обеспокоенность вызывает также дисперсия темпов роста реального ВВП. Вместе с тем, синхронность циклов деловой активности членов ЭВС на самом деле повысилась, поскольку со временем возросла значимость общих шоков. Этими шоками теперь объясняется около 60 процентов изменений объема производства по сравнению с 30 процентами до введения евро (Stavrev, 2007). Кроме того, изменения объема производства на уровне отдельных стран в значительной степени обусловлены сближением доходов на душу населения на более высоких уровнях. В целом, дисперсия темпов роста в зоне евро теперь близка к дисперсии между штатами США, хотя она характеризуется большей устойчивостью. Ввиду медленных темпов корректировки за продолжительными периодами энергичного роста могут следовать длительные периоды низкой активности, что наблюдается в последнее время, например, в Португалии (Blanchard, 2006).

Показатели счета текущих операций. Внешняя позиция зоны евро в целом остается сбалансированной со времени создания ЭВС, поэтому она не вызывает беспокойства. Этот внешний баланс сохраняется, несмотря на значительное повышение реального эффективного курса евро за прошедшие несколько лет (см. главу 1). Кроме того, пользующаяся доверием основа макроэкономической политики, надежная финансовая система и возросшая устойчивость зоны евро в результате проводимых структурных реформ укрепили доверие к новой валюте. Как следствие, евро прочно утвердился на позиции второй по значи-

Показатели производительности (В процентных пунктах, если не указано иное)



Источники: база данных EU Klems и расчеты персонала МВФ.

¹На основе межстрановой, межсекторной сводной регрессии совокупной факторной производительности (СФП) по затратам труда.

²При средних темпах роста СФП. Отрицательные числа указывают на снижение СФП.

мости международной валюты мира, составляющей более четверти в международных резервах и более половины в торговых счетах-фактурах.

Вставка 2.1 (окончание)

Дисперсии счета текущих операций и влияние на уровни чистых иностранных активов (ЧИА)

	Сальдо счета текущих операций ¹	Оценка равновесного сальдо счета текущих операций (2007 год, в процентах ВВП)	Уровень ЧИА	Уровень ЧИА при достижении расчетного равновесия счета текущих операций ²
Австрия	2,7	1,1	-22	-10
Бельгия	3,2	2,5	34	40
Финляндия	4,6	-0,3	-28	10
Франция	-1,3	0,6	5	-9
Германия	5,6	2,5	28	52
Греция	-13,9	-4,4	-100	-174
Ирландия	-4,5	1,1	-1	-45
Италия	-2,2	-0,1	-6	-22
Нидерланды	6,6	2,2	0	35
Португалия	-9,4	-5,8	-80	-107
Испания	-10,1	-5,7	-74	-109

Источники: МВФ, «Международная финансовая статистика» и оценки персонала МВФ.

¹Данные получены на основе оценок апрельского выпуска «Перспектив развития мировой экономики» 2008 года. См. последние цифры в таблице А11 Статистического приложения.

²Оценка скорости конвергенции подразумевает, что 70 процентов отклонения счета текущих операций от устойчивого состояния будет ликвидировано приблизительно через 10 лет.

Европейская комиссия и другие организации выразили обеспокоенность относительно значительных дисбалансов счета текущих операций и конкурентоспособности внутри зоны евро (см., например, European Commission, 2008). Расхождения счетов текущих операций между членами зоны евро представляются значительными: от дефицита, близкого к 10 процентам ВВП или выше (например, в Греции, Испании и Португалии), до профицита более 5 процентов ВВП (например, в Германии и Нидерландах) (см. вторую таблицу). Более того, эти расхождения, измеряемые посредством стандартного отклонения между странами в каждом году, существенно возросли за прошедшие два десятилетия (см. второй рис.). Однако являются ли они необычно большими в сегодняшних условиях? Как показывает глава 6, увеличение различий в динамике счета текущих операций является широко распространенной тенденцией. Чтобы выяснить, является ли расхождение необычно большим, можно использовать простой метод, разделив стандартное отклонение счета текущих операций стран зоны евро на тот же показатель счетов текущих операций группы 13 других стран с развитой экономикой³. Результаты показы-

вают, что это отношение растет не систематически, поскольку расхождения между другими 13 странами с развитой экономикой также увеличиваются.

С этим связан вопрос о том, отражают ли дисбалансы счета текущих операций действие сил равновесия или неравновесия и как эти силы меняются со временем. Для ответа на этот вопрос используется модель равновесного сальдо счета текущих операций, в значительной мере основанная на методологии Консультативной группы по валютным курсам МВФ (Lee et al., 2008), чтобы рассчитать, как отклонения от равновесия изменяются с течением времени. Более конкретно, равновесное сальдо счета текущих операций для каждой страны зоны евро рассчитывается как функция роста реального ВВП относительно дохода на душу населения, роста населения, отношения чистых иностранных активов к ВВП, бюджетного сальдо в процентах от ВВП, коэффициента зависимости престарелых и нефтяного сальдо в процентах от ВВП. Далее за каждый год рассчитывается сумма абсолютных величин отклонения от равновесного счета текущих операций во всех странах. Этот расчет показывает, что отклонение от равновесия не увеличивается со временем.

Хотя величина отклонения, возможно, не является поводом для серьезной озабоченности, медленные темпы сближения с равновесным сальдо счета текущих операций могут представлять существен-

³Более конкретно, в эти две выборки включаются 11 членов ЭВС (Австрия, Бельгия, Германия, Греция, Ирландия, Испания, Италия, Нидерланды, Португалия, Финляндия и Франция) и 13 других стран с развитой экономикой (Австралия, Дания, Израиль, Исландия, Канада, Корея, Новая Зеландия, Норвегия, Соединенное Королевство,

США, Швейцария, Швеция и Япония). Данные взяты из апрельского выпуска «Перспектив развития мировой экономики» 2008 года.

Расхождения по счету текущих операций



Источник: расчеты персонала МВФ.

¹На основе сальдо счетов текущих операций в процентах ВВП. Расхождения измеряются по стандартному отклонению между странами-членами Европейского экономического и валютного союза и между другими странами с развитой экономикой соответственно.

ную проблему. Продолжительный дефицит усугубляет проблему внешнего долга стран и, в отличие от такого валютного союза, как США, люди не могут рассчитывать на помощь федеральных властей или легко перемещаться в более благополучные районы, чтобы повысить свою способность погасить долг. Кроме того, в валютном союзе стран выше вероятность того, что неблагоприятные экономические

изменения в некоторых частях союза скажутся на состоянии союза в целом. Устойчивость дисбалансов счета текущих операций в ЭВС с течением времени можно измерять посредством группированной одномерной регрессии сальдо счета текущих операций на основе их собственных лагов, с учетом «устойчивых» сальдо счета текущих операций конкретных стран (фиксированных эффектов). Полученные результаты говорят о том, что в период с 1992 устранение около 70 процентов разрыва между фактическими и «устойчивыми» сальдо счета текущих операций внутри зоны евро занимает около 10 лет (см. второй рис.). Эти темпы корректировки значительно ниже, чем в период до 1992 года, когда обменные курсы были более гибкими, но они не претерпели существенного дополнительного снижения в период существования ЭВС. Кроме того, эти темпы значительно ниже, чем в группе 13 других стран с развитой экономикой. Вместе с тем, в период с 1992 по 2007 год типичный размер странового шока счета текущих операций в зоне евро приблизительно в два раза меньше, чем в других странах, что является компенсирующим фактором. Он также приблизительно в два раза меньше, чем в зоне евро в 1970–1991 годах, что опять же подчеркивает усиливающуюся интеграцию между членами ЭВС.

Эти результаты позволяют оценить последствия сегодняшних расхождений между счетами текущих операций для чистых иностранных активов стран зоны евро (см. вторую таблицу). Очевидно, что некоторым странам придется платить значительно большие суммы обслуживания внешнего долга, что будет ограничивать возможности потребления и замедлять экономический рост. Ввиду риска того, что в периоды жесткой экономии могут возникать сомнения в эффективности ЭВС, директивным органам крайне важно добиться достаточной гибкости рынков товаров В то же время, системы социальной защиты должны предоставлять достаточно щедрую, но ограниченную по времени помощь пострадавшим от потрясений, сопровождающих проведение корректировки. Кроме того, внутренние процессы корректировки (через их воздействие на союз) затрагивают все страны, поэтому все они заинтересованы в решении этой проблемы. Лиссабонская программа Европейского союза является надлежащим механизмом для разработки и проведения необходимых структурных реформ с использованием вторичных эффектов и взаимодополняющего характера реформ.

на уровне, близком к рекордному. В период по март 2008 года включительно йена укрепилась относительно других основных валют, особенно доллара США, в результате сворачивания процентных арбитражных операций на изменчивых валютных рынках (см. рис. 2.3). Затем валютный курс снова начал снижаться, поскольку ожидания ужесточения денежно-кредитной политики не оправдались в условиях замедления экономического роста, а в сентябре возобновился повышательный тренд курса вследствие снижения цен на биржевые товары и возросшей несклонности инвесторов к риску. Ввиду вероятности сохранения значительного внешнего профицита в среднесрочной перспективе, курс йены все еще оценивается как заниженный относительно среднесрочных детерминант.

Как показано на рис. 2.3, за прошедшее годы Япония пережила намного большее ухудшение условий торговли, чем другие основные страны с развитой экономикой. До настоящего времени воздействие этих изменений на экономическую активность смягчалось рядом факторов. Во-первых, ухудшение условий торговли Японии частично компенсировалось устойчивым экспортом в страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны, многие из которых являются экспортерами биржевых товаров. Во-вторых, хотя Япония удовлетворяет внутренние потребности в нефти почти полностью за счет импорта, эффективность использования нефти в ее экономике намного выше, чем в США. Наконец, ввиду снизившегося исходного давления на цены, денежно-кредитные условия, вероятно, будут оставаться адаптивными.

Согласно прогнозу, темпы роста в 2008–2009 годах будут значительно ниже 1 процента, что существенно отстает от потенциала. Хотя слабые экономические показатели в США и Западной Европе будут оказывать значительное давление на уровень активности, ожидается, что рост в странах с формирующимся рынком будет оставаться более устойчивым и, вероятно, будет и далее поддерживать экспорт. Ожидается, что уровень частного потребления будет оставаться умеренным вследствие ухудшения перспектив повышения зарплаты и из-за высоких цен на продовольствие и топливо, тогда как ослабление спроса и перспектив прибыльности будет сдерживать рост частных инвестиций.

Перспективы экономики подвержены значительной неопределенности, связанной с внешними условиями, причем риски в целом смещены в сторону снижения темпов роста. Внешние риски главным образом сопряжены с большим, чем ожидалось, снижением активности в странах с формирующим-

ся рынком и развивающихся странах и возобновлением глобальной финансовой нестабильности. Во внутренней экономике высокие цены на биржевые товары могут продолжать оказывать давление на прибыли фирм и доходы населения.

Ввиду перспектив дальнейшего ослабления внутреннего спроса и пониженного инфляционного давления, Банк Японии обоснованно придерживается адаптивного курса денежно-кредитной политики, оставляя процентные ставки на текущих низких уровнях, пока не прояснятся дальнейшие перспективы. Япония уже в течение почти десятилетия борется с дефляцией, и хотя решение этой проблемы представляется уже близким, оно еще не гарантировано. Хотя базовая инфляция по определению властей близка к 2 процентам, верхней границе «представления» членов совета по денежно-кредитной политике Банка о стабильности цен, темпы роста зарплаты снижаются, и инфляционные ожидания поставлены под контроль. Не наблюдается существенных признаков чрезмерного риска в операциях на рынках активов (второй компонент основ денежно-кредитной политики Банка) или вздутых цен на финансовом рынке или рынке недвижимости⁷.

Более резкое по сравнению с ожиданиями снижение активности в экономике может послужить основанием для дальнейшего снижения ставки интервенции, хотя поскольку эта ставка уже сейчас равна 50 базисным пунктам, пространство для ее дальнейшего снижения ограничено. В этом контексте формированию ожиданий должны способствовать принятые Банком Японии меры по повышению прозрачности путем более широкого обсуждения мнений членов Совета по денежно-кредитной политике относительно перспектив и рисков и большего акцента на 1-процентную медиану «представления о стабильности цен» в его информационных сообщениях.

В более долгосрочной перспективе экономика Японии по-прежнему переживает проблемы быстрого старения населения и роста государственного долга. В силу понятных причин, темпы бюджетной консолидации снизились в условиях замедления мирового роста; ожидается, что первичный дефицит сектора государственного управления без учета системы социального обеспечения немного возрастет

⁷Основы денежно-кредитной политики Банка Японии включают два подхода: краткосрочный подход в отношении экономической активности и цен и более долгосрочный подход в отношении рисков для экономического роста, в том числе из-за завышенных цен на активы.

в 2008 и 2009 годах, а обсуждение вопроса о повышении ставки налога на потребление было отложено. В конце августа правительство Японии предложило пакет мер экономического стимулирования, призванный поддержать ослабевающий рост⁸. Вместе с тем, возможности для бюджетного стимула ограничены, и одной из приоритетных задач на среднесрочную перспективу остается формирование бюджетного пространства для прогнозируемого увеличения расходов вследствие демографического давления. Необходимо дополнительно укрепить планы властей, призванные сбалансировать первичный бюджет к 2011 финансовому году, чтобы предотвратить тенденцию к повышению чистого долга государственного сектора.

В Австралии и Новой Зеландии происходит заметное снижение активности после длительного периода активного экономического роста, обусловленного бумом на рынках биржевых товаров и жилья. Этот рост привел к перегрузке производственных мощностей, подняв инфляцию до рекордных уровней. Власти отреагировали на это ужесточением денежно-кредитной политики, и давление внутреннего спроса спало. Прогнозируется, что темпы роста реального ВВП в Австралии опустятся ниже потенциала, с 4¼ процента в 2007 году до приблизительно 2½ процента в 2008–2009 годах. Снижение внутреннего спроса и ужесточение кредитных условий за последнее время побудили Резервный банк Австралии предпринять осторожные шаги по смягчению денежно-кредитной политики. Резервный банк Новой Зеландии также принял меры по смягчению денежно-кредитной политики. В обеих странах прочные бюджетные позиции создают возможности для полного срабатывания автоматических стабилизаторов и осмотрительного использования дискреционного стимула в случае дальнейшего ухудшения перспектив.

Страны Азии с формирующимся рынком. Баланс между рисками для роста и стабильностью цен

Экономический цикл в странах Азии с формирующимся рынком пошел на понижение в начале 2008 года, и в предстоящий период ожидается

⁸Предложение правительства предусматривает расходы в размере около 17 млрд долл. США (0,4 процента ВВП) и государственные гарантии по кредитам предприятиям. Правительство также обязалось снизить ставку подоходного налога к концу 2008 финансового года.

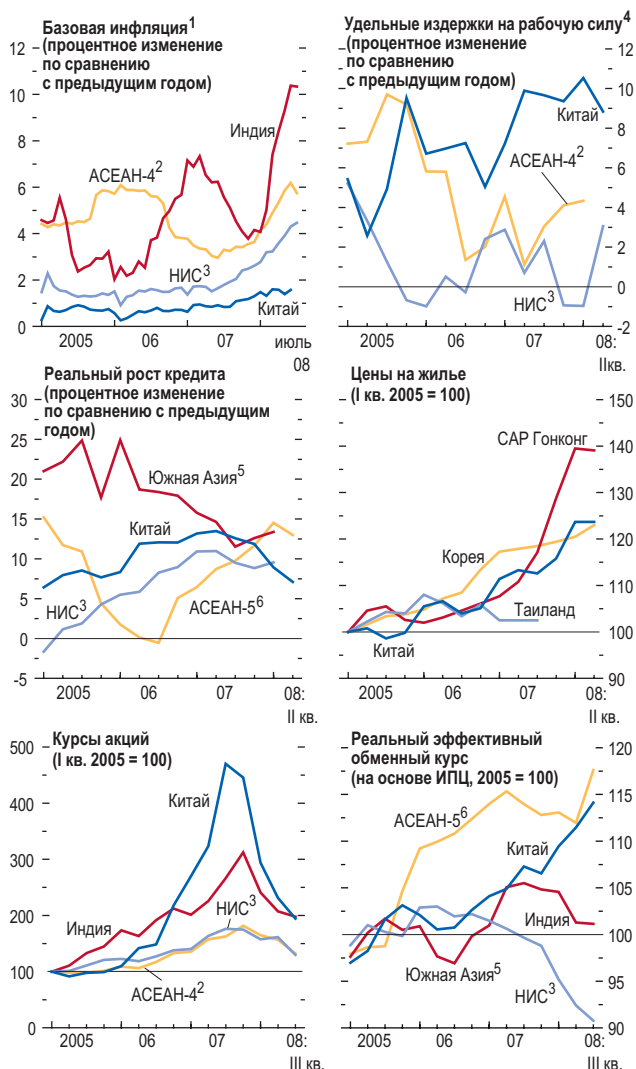
меньшая активность вследствие снижения спроса со стороны стран с развитой экономикой и усиливающейся напряженности на региональных финансовых рынках. В Китае темпы роста снизились с 12 процентов в 2007 году до 10½ процента (в годовом исчислении) в первой половине 2008 года, отчасти из-за замедления роста экспорта. Устойчивый рост инвестиций и ускорение роста потребления продолжали поддерживать уровень экономической активности. В Индии темпы роста во втором квартале снизились до приблизительно 8 процентов в связи с ослаблением потока инвестиций, тогда как темпы роста частного потребления и экспорта существенно не изменились. В новых индустриальных странах Азии (НИС) и членах Ассоциации стран Юго-восточной Азии (АСЕАН) также происходит снижение активности. Внутренний спрос уменьшился, поскольку растущие цены на продовольствие и топливо начали сдерживать рост потребления; в то же время снижение коэффициентов прибыльности и ослабление спроса побудили фирмы сократить свои инвестиционные планы. Вьетнам переживает резкую корректировку вследствие падения спроса после периода бума, вызванного значительными притоками капитала.

Активность на финансовых рынках спала за последние месяцы ввиду усиливающейся обеспокоенности относительно глобальных перспектив и уменьшения склонности инвесторов к риску, особенно в условиях наблюдавшейся в сентябре нестабильности на рынках. Наибольшее падение произошло на тех фондовых рынках, которые пережили наиболее значительный рост цен за последние годы: в 2005–2007 годах цены выросли более чем в четыре раза в Китае и в три раза в Индии (рис. 2.4). В некоторых странах существенно увеличились спреды по займам для банков, полагающихся на оптовое финансирование.

Сальдо счетов текущих операций в целом подверглись давлению в связи с ростом затрат на импорт биржевых товаров и замедлением роста экспорта, тогда как динамика счетов операций с капиталом и обменных курсов в разных странах была различной. В Китае уровень притока капитала остается высоким, о чем свидетельствует продолжающийся быстрый рост валютных резервов, опережающий рост торгового профицита; потоки капитала в некоторые другие страны стали более изменчивыми, особенно в страны, имеющие крупный внешний дефицит. Они испытывают давление на валютные курсы, что заставляет центральные банки проводить интервенции для

Рисунок 2.4. Страны Азии с формирующимся рынком. Обеспокоенность относительно инфляции сохраняется

Базовое инфляционное давление усилилось в последние кварталы во всех странах Азии с формирующимся рынком. Повышение заработной платы, несмотря на рост производительности, в некоторых случаях способствовало нарастанию инфляции. Отчасти вследствие быстрого роста банковских кредитов продолжалась тенденция повышения цен на жилье. Длительный период роста цен на акции, напротив, завершился резкой коррекцией в начале 2008 года, вызванной глобальными финансовыми потрясениями. Обменные курсы не обеспечили существенной поддержки в борьбе с инфляцией, поскольку валюты либо недостаточно укрепились, либо ослабли.



Источники: Naver Analytics; МВФ, «Международная финансовая статистика» и расчеты персонала МВФ.

¹ Определение базовой инфляции различно для разных стран, хотя оно, как правило, исключает цены на продовольствие и энергоносители из общего индекса потребительских цен (ИПЦ).

² Индонезия, Малайзия, Таиланд и Филиппины.

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

⁴ Рассчитывается как общая сумма оплаты труда, деленная на ВВП, за исключением Китая, где вместо оплаты труда используется заработная плата, и Индонезии и Малайзии, где расчеты распространяются только на обрабатывающую промышленность. Необходимо проявлять осторожность в оценке данных по Китаю ввиду неполного охвата с уклоном в сторону крупных государственных предприятий обрабатывающей промышленности.

⁵ Бангладеш, Индия, Мальдивские острова, Непал, Пакистан и Шри-Ланка.

⁶ АСЕАН-4 и Вьетнам.

поддержки курса (Вьетнам, Индия и Пакистан). Корейская вона также ослабла, отчасти из-за того, что сальдо счета текущих операций перешло в небольшой дефицит вследствие ухудшения условий торговли. В свою очередь, различная динамика номинальных обменных курсов вызывает расхождение в трендах реальных эффективных обменных курсов: китайский юань и валюты стран АСЕАН продолжают укрепляться, а курсы валют стран Южной Азии и НИС снижаются (см. рис. 2.4).

По прогнозу, темпы роста в регионе снизятся с 9¼ процента в 2007 году до 7¾ процента в 2008 году и 7 процентов в 2009 году (таблица 2.3). Ослабление внешнего спроса, вероятно, будет сдерживать рост экспорта, но в некоторых случаях это воздействие может смягчаться все еще мягкой макроэкономической политикой и снижением курсов валют. Инвестиционная активность также снизится, главным образом из-за ухудшения перспектив экспорта. Все еще высокий уровень цен на топливо и продовольствие приведет к снижению потребления, хотя субсидии, широко применяемые в регионе, могут смягчить его воздействие на покупательную способность. Риски для перспектив развития имеют однозначный уклон к снижению темпов роста. Наибольшую обеспокоенность вызывает возможность того, что нарастание стресса в глобальной финансовой системе и более резкое, чем ожидается, снижение глобальной активности еще более ослабит экономическую активность в регионе. Что касается позитивных факторов, то внутренний спрос может оказаться более устойчивым, и снижение цен на биржевые товары укрепит реальные доходы.

Общий уровень инфляции ИПЦ резко возрос в ряде стран в результате повышения цен на продовольствие и директивных цен на топливо в первой половине года. Индикаторы базового инфляционного давления повысились в меньшей степени, но некоторые страны все еще испытывают риски дальнейших эффектов второго раунда. В Китае общий уровень инфляции ИПЦ устойчиво снижается с достигнутого в апреле максимального уровня 8½ процента вследствие нормализации предложения продовольствия. Базовая инфляция постепенно повышается, но остается под контролем. В Индии инфляция ИПЦ в августе подскочила до 9 процентов. Базовое инфляционное давление усилилось, поскольку высокий коэффициент использования ресурсов и устойчивый рост кредита создали благоприятную среду для эффектов второго раунда (см. рис. 2.4). Одним из факторов также было недостаточное ужесточение политики.

Таблица 2.3. Отдельные страны и регионы Азии. Реальный ВВП, потребительские цены и сальдо счета текущих операций*(Годовые процентные изменения, если не указано иное)*

	Реальный ВВП				Потребительские цены ¹				Сальдо счета тек. операций ²			
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
Страны Азии с формирующимся рынком³	9,2	9,3	7,7	7,1	3,8	4,9	7,3	5,8	5,8	6,8	5,2	5,0
Китай	11,6	11,9	9,7	9,3	1,5	4,8	6,4	4,3	9,4	11,3	9,5	9,2
Южная Азия⁴	9,2	8,7	7,6	6,4	6,5	6,9	8,8	8,8	-1,4	-1,7	-3,3	-3,3
Индия	9,8	9,3	7,9	6,9	6,2	6,4	7,9	6,7	-1,1	-1,4	-2,8	-3,1
Пакистан	6,9	6,4	5,8	3,5	7,9	7,8	12,0	23,0	-3,9	-4,8	-8,7	-6,4
Бангладеш	6,5	6,3	7,0	5,6	7,1	9,1	10,1	10,0	1,2	1,1	1,0	0,9
АСЕАН-5	5,7	6,3	5,5	4,9	8,1	4,4	9,6	7,2	4,8	5,1	2,7	2,1
Индонезия	5,5	6,3	6,1	5,5	13,1	6,2	9,8	8,8	3,0	2,5	0,1	-0,1
Таиланд	5,1	4,8	4,7	4,5	4,6	2,2	5,7	3,2	1,1	6,4	3,1	2,0
Филиппины	5,4	7,2	4,4	3,8	6,2	2,8	10,1	7,0	4,5	4,4	2,4	2,2
Малайзия	5,8	6,3	5,7	4,8	3,6	2,0	6,0	4,7	16,1	15,6	14,8	13,2
Вьетнам	8,2	8,5	6,3	5,5	7,5	8,3	24,0	15,0	-0,3	-9,9	-11,7	-10,4
Новые индустриальные страны Азии	5,6	5,6	4,0	3,2	1,6	2,2	4,8	3,5	5,3	6,2	4,7	4,3
Корея	5,1	5,0	4,1	3,5	2,2	2,5	4,8	4,0	0,6	0,6	-1,3	-0,7
Тайвань, провинция Китая	4,9	5,7	3,8	2,5	0,6	1,8	4,2	2,5	7,2	8,6	7,8	6,5
САР Гонконг	7,0	6,4	4,1	3,5	2,0	2,0	4,8	4,3	12,1	13,5	11,7	10,3
Сингапур	8,2	7,7	3,6	3,5	1,0	2,1	6,5	3,3	21,8	24,3	19,1	17,0

¹Изменения потребительских цен приведены в среднем за год. Изменения за период с декабря по декабрь приводятся в таблице А7

Статистического приложения.

²В процентах ВВП.³Данная группа состоит из развивающихся стран Азии, новых индустриальных стран Азии и Монголии.⁴Включая Мальдивские Острова, Непал и Шри-Ланку.

Хотя темпы роста цен на продовольствие и топливо могут продолжать снижаться в следующие несколько месяцев, а экономический рост замедлится, в ближайший период ожидается сохранение повышенного уровня инфляции. Общий уровень инфляции, по прогнозу, повысится с 5 процентов в 2007 году до приблизительно 7¼ процента (в годовом исчислении) в 2008 году по региону в целом, а в 2009 году снизится до приблизительно 6 процентов. Вероятно, сохранится также сильное базовое инфляционное давление на фоне высоко-го коэффициента использования ресурсов и все еще мягкой макроэкономической политики.

Страны региона по-разному реагировали на повышение инфляции. Некоторые страны ужесточили денежно-кредитную политику, подняв процентные ставки (Вьетнам, Индия, Индонезия, Корея, Таиланд, Тайвань, провинция Китая, и Филиппины), повысив нормативы обязательных резервов (Вьетнам, Индия и Камбоджа) и допустив большее повышение обменного курса в пределах установленного коридора (Сингапур). Позднее Народный банк Китая снизил контрольные ссудные ставки и уменьшил норматив обязательных резервов ввиду обеспокоенности относительно замедления экономического роста. Индия

и Корея предприняли интервенции на валютных рынках для поддержки своих валют. Страны, продолжавшие накапливать иностранные резервы, частично стерилизовали их воздействие путем выпуска облигаций и повышения обязательных резервов, чтобы сдержать рост ликвидности. Однако во многих странах последствия ужесточения денежно-кредитной политики были компенсированы смягчением налогово-бюджетной политики в связи со значительным повышением субсидий на топливо. Хотя ряд стран повысили директивные цены на топливо (например, Бангладеш, Вьетнам, Китай, Индия и Малайзия), это увеличение было небольшим (за исключением Вьетнама) по сравнению с повышением мировых цен на топливо, и в некоторых случаях полученные ресурсы использовались для увеличения других расходов, например, продовольственных субсидий. Ряд основных экспортеров риса в регионе (Вьетнам, Камбоджа, Китай и Индия) ввели запреты, квоты или налоги на экспорт, чтобы добиться увеличения внутренних поставок продовольствия и снижения внутренних цен, что усугубило давление на мировые цены.

В этой ситуации одна из наиболее серьезных дилемм экономической политики для региона состо-

ит в том, как следует реагировать на ухудшение перспектив роста и глобальную финансовую нестабильность, не упуская при этом из виду риски инфляции. Хотя условия в разных странах существенно различаются, риски снижения темпов роста в странах Азии с формирующимся рынком возросли за последние месяцы, тогда как риски инфляции уменьшились в результате снижения цен на продовольствие и нефть с максимальных уровней, отмечавшихся ранее в этом году. Соответственно изменились приоритеты политики, хотя условия в отдельных странах все еще заметно различаются.

- В большинстве стран внутренний спрос быстро снижается, и уже произошло некоторое ужесточение политики. Хотя властям необходимо сохранять бдительность в отношении рисков инфляции, смягчение политики может быть оправданным при наличии серьезных рисков замедления экономического роста. В странах с прочными бюджетными позициями можно допустить функционирование автоматических стабилизаторов в полном объеме. Вместе с тем, необходимо проявлять осторожность в отношении использования дискреционной налогово-бюджетной политики, поскольку опыт показывает, что трудно точно выбрать время для таких действий, и в прошлом они оказывались не очень эффективными (см. главу 5). Однако такая политика может быть оправданной в условиях ухудшения перспектив роста в странах с прочными исходными бюджетными позициями.
- Напротив, в нескольких странах, где ожидается продолжение относительно активного роста, где выше риски дальнейших инфляционных эффектов второго раунда и где доверие к денежно-кредитной политике еще прочно не утвердилось, все еще следует придерживаться тенденции к ужесточению макроэкономической политики (например, во Вьетнаме и Индонезии). Ужесточение денежно-кредитной политики должно быть первой линией защиты от повышения инфляции, но в некоторых случаях может потребоваться дополнить его более гибким обменным курсом или фискальными мерами. Ограничение бюджетных расходов могло бы способствовать снижению инфляционного давления, особенно в странах, где рост субсидий на продовольствие и топливо, а также повышение зарплат в государственном секторе ослабили бюджетные позиции и способствовали усилению давления на цены.

Латинская Америка и Карибский регион. Движение в более опасных водах

В Латинской Америке, как и в других регионах мира, страны испытывают неблагоприятное сочетание снижения активности, более сложных внешних условий и все еще высокой инфляции. После четырех лет быстрого роста производства, в первой половине 2008 года темпы снизились в большинстве стран региона, в основном вследствие снижения темпов роста экспорта. Внутренний спрос пока остается весьма устойчивым в текущем году, чему способствует улучшение условий торговли для экспортеров биржевых товаров, но ожидается, что он будет ослабевать по мере снижения мировой экономической активности и перехода к более жесткой денежно-кредитной политике с целью сдерживания инфляции. В последние месяцы усложнились также внешние условия для стран региона. На экономике Латинской Америки все больше сказывается нестабильная ситуация на развитых финансовых рынках: курсы акций резко снижаются, спреды существенно увеличиваются, доступ к финансированию в долларах значительно сокращается, и обменные курсы подвергаются давлению, особенно в странах-экспортерах биржевых товаров, переживающих снижение экспортных цен.

В целом прогнозируется, что темпы роста ВВП снизятся с 5½ процента в 2007 году до 4½ процента в 2008 году и 3¼ процента в 2009 году (таблица 2.4). Несколько более резкое замедление спроса в 2009 году, чем прогнозировалось в «Бюллетене Перспектив развития мировой экономики» в июле 2008 года, отражает ухудшение глобальных перспектив, снижение цен на биржевые товары и более сложные внешние финансовые условия. В Бразилии темпы роста опустятся ниже тренда, и в Мексике активность будет оставаться низкой вследствие сокращения объемов экспорта и денежных переводов из-за снижения активности в США. В странах Центральной Америки и Карибского бассейна также ожидается снижение темпов роста из-за влияния медленного роста в США на денежные переводы, торговлю и туризм, а также высоких издержек на топливо.

Общий уровень инфляции в регионе в целом в августе достиг 8 процентов, самого высокого уровня за пять лет, хотя в конце 2008 года и 2009 году ожидается снижение инфляции, чему будут способствовать снижение мировых цен на биржевые товары, ужесточение денежно-кредитной политики и ослабление спроса. Тем не менее, инфляция все еще будет измеряться двузначными показателями в ряде стран региона, в частности, в Боливии, Боливари-

Таблица 2.4. Отдельные страны и регионы Западного полушария. Реальный ВВП, потребительские цены и сальдо счета текущих операций

(Годовые процентные изменения, если не указано иное)

	Реальный ВВП				Потребительские цены ¹				Сальдо счета тек. операций ²			
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
Западное полушарие	5,5	5,6	4,6	3,2	5,3	5,4	7,9	7,3	1,5	0,4	-0,8	-1,6
Южная Америка и Мексика³	5,4	5,6	4,6	3,1	5,2	5,3	7,6	7,1	1,8	0,8	-0,5	-1,3
Аргентина	8,5	8,7	6,5	3,6	10,9	8,8	9,1	9,1	2,6	1,7	0,8	-0,6
Бразилия	3,8	5,4	5,2	3,5	4,2	3,6	5,7	5,1	1,3	0,1	-1,8	-2,0
Чили	4,3	5,1	4,5	3,8	3,4	4,4	8,9	6,5	4,7	4,4	-1,1	-0,9
Колумбия	6,8	7,7	4,0	3,5	4,3	5,5	7,3	5,5	-1,8	-2,9	-2,2	-1,9
Эквадор	3,9	2,5	3,0	3,0	3,3	2,3	8,5	5,1	3,9	2,3	5,6	1,5
Мексика	4,9	3,2	2,1	1,8	3,6	4,0	4,9	4,2	-0,2	-0,6	-1,4	-2,2
Перу	7,7	8,9	9,2	7,0	2,0	1,8	5,6	4,4	3,0	1,4	-2,0	-1,8
Уругвай	7,0	7,4	6,5	5,5	6,4	8,1	6,8	6,2	-2,4	-0,8	-2,6	-1,9
Венесуэла	10,3	8,4	6,0	2,0	13,7	18,7	27,2	33,5	14,7	8,8	8,5	3,4
Центральная Америка⁴	6,2	6,6	4,6	4,2	6,5	6,7	10,9	8,5	-4,8	-6,9	-9,1	-8,7
Карибский бассейн⁴	7,8	5,6	3,7	2,9	7,8	6,7	12,1	10,1	-0,7	-1,7	-5,3	-4,4

¹Изменения потребительских цен приведены в среднем за год. Изменения за период с декабря по декабрь приводятся в таблице А7

Статистического приложения.

²В процентах ВВП.

³Включая Боливию и Парагвай.

⁴Страны, входящие в эти региональные группы, перечислены в таблице F Статистического приложения.

анской Республике Венесуэле, Парагвае и ряде стран Центральной Америки, и, по мнению аналитиков, фактическая инфляция в Аргентине в августе была значительно выше официального уровня 9,0 процента (рис. 2.5)⁹. Хотя рост номинальной зарплаты остается под контролем в большинстве стран, высокие инфляционные ожидания сказываются на переговорах о зарплате в таких странах, как Аргентина и Боливарианская Республика Венесуэла, где имеются жесткие ограничения, обусловленные производственными мощностями. В странах, центральные банки которых проводят таргетирование инфляции (Бразилия, Колумбия, Мексика, Перу и Чили), инфляция также возросла, в некоторых случаях сверх целевых диапазонов, но в целом рост инфляции остается более ограниченным, чем в других странах региона, и в некоторых странах наблюдаются признаки стабилизации или даже снижения инфляционных ожиданий.

В ответ центральные банки повышали ставки интервенции — наиболее активно в странах, применяющих таргетирование инфляции, где укрепление обменного курса также помогло сдерживать инфляционное давление. В Бразилии ужесточение

денежно-кредитной политики было подкреплено повышением целевого показателя первичного бюджетного профицита на 2008 год на ½ процентного пункта ВВП. Вместе с тем, в целом налогово-бюджетная политика в регионе не была ограничительной, отчасти из-за бюджетных последствий задержки в отражении роста мировых цен на нефть во внутренних ценах и увеличения прямых субсидий. Хотя теперь следует ожидать постепенного снижения инфляции, ужесточение денежно-кредитной политики все еще оправданно в некоторых странах, где реальные процентные ставки достигли существенных отрицательных уровней, и складывается представление, что доверие к политике ослабевает. Центральные банки, применяющие режим таргетирования инфляции, добились ограниченной возможности допускать некоторое временное отклонение общего уровня инфляции от целевых показателей, но, в зависимости от меняющихся рисков для экономической активности, некоторые из них все еще могут нуждаться в дальнейшем повышении процентных ставок. В то же время, ужесточение контроля над ростом государственных расходов помогло бы сдерживать рост внутреннего спроса и уменьшить риск, связанный с неблагоприятными изменениями настроений участников рынка.

Внешние позиции стран в целом устойчивы, хотя нестабильность в глобальной экономике мо-

⁹Данные инфляции по ИПЦ в ряде центров провинций за август 2008 года в основном существенно выше этого уровня, хотя следует отметить, что данные по провинциям не отражают изменения цен на одну и ту же корзину товаров.

Рисунок 2.5. Латинская Америка. Возвращение инфляции

Темпы инфляции повысились по всему региону вследствие роста цен на продовольствие и ужесточения ограничений производственных мощностей. Центральные банки, применяющие таргетирование инфляции, в целом более активно повышают процентные ставки, чему способствует более гибкое регулирование обменных курсов.



Источники: Haver Analytics; Межамериканский банк развития; оценки персонала МВФ.

¹ Боливия, Гватемала, Гондурас, Коста-Рика, Парагвай и Уругвай.

² Оценки разрыва между фактическим и потенциальным объемом производства, выраженные как отношение к потенциальному ВВП, получены на основе расчетов персонала МВФ.

³ С декабря 2006 года.

⁴ Относительно инфляционных ожиданий на годовой период.

жет подорвать запас прочности, накопленный за последние несколько лет. Ожидается, что после периода профицитов, наблюдавшегося с 2003 года, сальдо счета текущих операций региона станет дефицитным в 2008 и 2009 годах, но этот дефицит будет оставаться весьма небольшим. Кроме того, уровни резервов высоки, и гибкие обменные курсы в ряде стран обеспечивают пространство для маневра. В целом, уязвимость баланса государственного сектора снизилась, а кредитные рейтинги были повышены (Бразилии и Перу за последние месяцы была присвоена «инвестиционная категория»). Вместе с тем, условия финансирования в долларах США ужесточились в ряде стран за прошедший месяц, что в сочетании с устойчивым снижением цен на биржевые товары может ослабить основы макроэкономической политики.

Риски для этого прогноза смещены в сторону снижения темпов роста, в основном в связи с внешними изменениями. Углубление спада мирового роста может вызвать резкое снижение цен на биржевые товары с возможным дальнейшим ужесточением условий внешнего финансирования для Латинской Америки. Такой сценарий привел бы к еще большему замедлению роста в регионе, и хотя ожидается значительное снижение инфляции, внешние позиции могут подвергнуться серьезному стрессу. В этом случае директивным органам нужно быть готовыми по мере необходимости корректировать политику для поддержания макроэкономической стабильности и перспектив долгосрочного роста. Небольшое число стран, имеющих очень прочные бюджетные позиции, могут обладать некоторыми возможностями для антициклических налогово-бюджетных мер. Гибкое валютное регулирование обеспечило бы устойчивость в условиях потенциально изменчивых валютных потоков.

Страны Европы с формирующимся рынком. Перспективы «мягкой посадки»

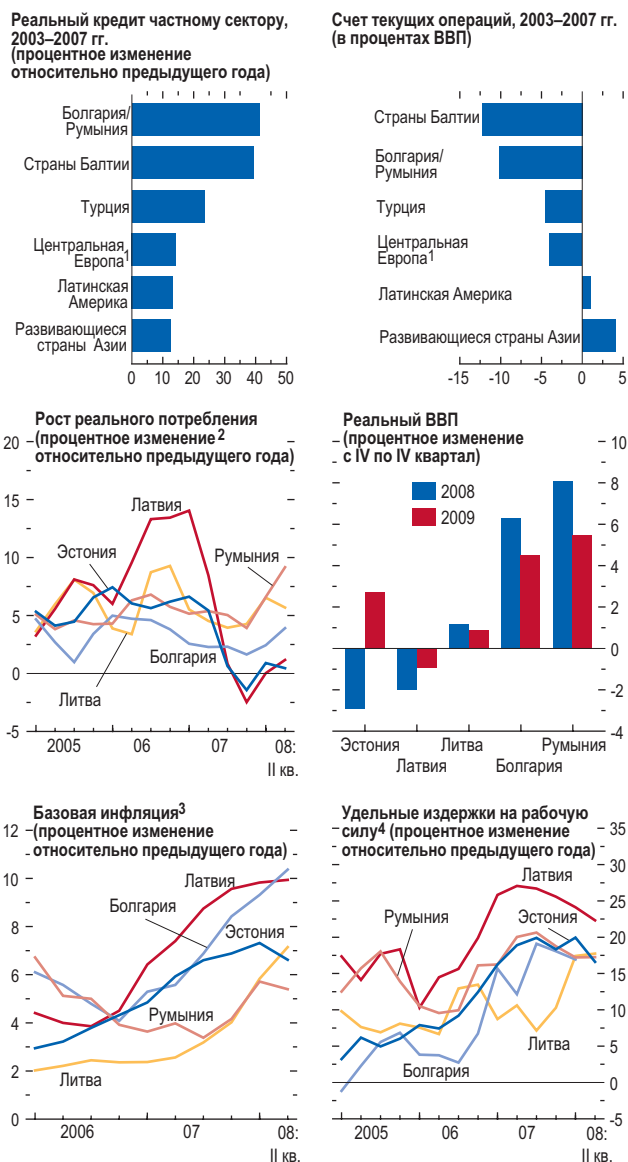
После продолжительного периода экономического роста активность в странах Европы с формирующимся рынком начала снижаться, и в дальнейшем можно ожидать значительного снижения темпов роста. Ослабление внешнего спроса, особенно вследствие охлаждения спроса в Западной Европе, и ужесточение условий внешнего финансирования сдерживают рост инвестиций и экспорта, тогда как рост частного потребления замедлился в условиях быстро растущих цен на продовольствие и энергоносители. Тем не менее продолжающийся рост производственных мощ-

ностей и быстро растущее кредитование частного сектора, в основном осуществляемое иностранными банками (особенно в Болгарии и Румынии), все еще поддерживают уровень внутреннего спроса, хотя перспективы дальнейших активных притоков капитала заметно ослабли. Страны Балтии, прежде всего Эстония и Латвия, уже переживают резкую корректировку в связи с начинающимся устранением значительных внутренних и внешних дисбалансов, накопившихся за длительные периоды бума потребления и инвестиций (рис. 2.6). В ситуации, когда реальные доходы сокращаются в результате высокого уровня платежей по обслуживанию долга и высоких темпов инфляции, а иностранные банки ограничивают рост кредитования ввиду усиливающейся обеспокоенности относительно нарастающих дисбалансов, произошел резкий спад частного потребления и, в меньшей степени, инвестиций, и дефициты счета текущих операций начали снижаться.

В условиях все еще динамично растущего внутреннего спроса и ограниченных рынков трудовых ресурсов, повышение цен на продовольствие и энергоносители дало дополнительный толчок инфляции. К июню 2008 года общий уровень инфляции в большинстве стран удвоился по сравнению с периодом годом ранее, достигнув двузначных уровней в странах Балтии (особенно в Латвии), Болгарии и Турции. Базовая инфляция также возросла из-за повышения зарплат (например, в Польше и Словацкой Республике) и сильного давления спроса (особенно в Болгарии, Румынии и Турции). Имеются также свидетельства эффектов второго раунда, обусловленных быстро растущими ценами на продовольствие и энергоносители, и во многих странах повысились инфляционные ожидания. Ввиду значительного превышения целевых уровней инфляции, страны Центральной и Восточной Европы (ЦВЕ), Румыния и Турция ужесточили денежно-кредитную политику в условиях плавающих обменных курсов. В странах ЦВЕ укрепление валют и хорошие урожаи помогли сдерживать инфляционное давление. Вместе с тем, страны с фиксированными обменными курсами (страны Балтии и Болгария) имели меньше возможностей для ужесточения денежно-кредитной политики; в Румынии и Турции ослабление валют способствовало росту инфляции, несмотря на повышения процентных ставок. Тем не менее в Венгрии, Латвии и Эстонии инфляционное давление начало спадать по мере осуществления экономических корректировок (см. рис. 2.6).

Рисунок 2.6. Страны Европы с формирующимся рынком. Охлаждение кредитного бума?

В странах Балтии, Болгарии и Румынии кредит частному сектору растет намного быстрее, чем в других странах региона. Кредитные бумы сопровождаются формированием значительных внешних дисбалансов. Эстония и Латвия в настоящее время переживают резкую корректировку, тогда как в Болгарии и Румынии и, в меньшей степени, в Литве продолжается динамичный рост потребления и ВВП. Базовая инфляция и рост удельных издержек на рабочую силу начали стабилизироваться в Эстонии и Латвии, тогда как в Болгарии, Литве и Румынии сохраняется сильное инфляционное давление.



Источники: Haver Analytics; МВФ, «Международная финансовая статистика» и оценки персонала МВФ.

¹К этой группе относятся Венгрия, Польша, Словацкая Республика, Словения и Чешская Республика.

²Скользящее среднее за два квартала.

³Общий ИПЦ без учета продовольствия, энергоносителей, спиртных напитков и табачных изделий.

⁴Рассчитывается как общий размер оплаты труда, деленный на ВВП, за исключением Румынии, где вместо оплаты труда используется заработная плата.

Таблица 2.5. Отдельные страны и регионы Европы с формирующимся рынком. Реальный ВВП, потребительские цены и сальдо счета текущих операций

(Годовые процентные изменения, если не указано иное)

	Реальный ВВП				Потребительские цены ¹				Сальдо счета тек. операций ²			
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
Страны Европы с форм. рынком	6,7	5,7	4,5	3,4	5,4	5,7	7,8	5,8	-6,0	-6,6	-7,1	-7,2
Турция	6,9	4,6	3,5	3,0	9,6	8,8	10,5	8,4	-6,0	-5,7	-6,5	-6,7
Кроме Турции	6,6	6,3	5,0	3,5	3,2	4,1	6,4	4,5	-6,0	-7,1	-7,4	-7,4
Страны Балтии	9,8	8,8	1,2	-0,3	4,8	7,3	12,5	7,3	-15,8	-18,1	-14,0	-8,6
Эстония	10,4	6,3	-1,5	0,5	4,4	6,6	10,2	5,1	-16,7	-18,1	-10,8	-8,7
Латвия	12,2	10,3	-0,9	-2,2	6,5	10,1	15,9	10,6	-22,7	-22,9	-15,1	-8,3
Литва	7,9	8,9	3,9	0,7	3,8	5,8	11,3	6,2	-10,7	-14,6	-14,9	-8,7
Центральная Европа	6,2	6,1	4,6	3,6	2,1	3,4	4,9	3,5	-3,6	-3,7	-4,4	-5,0
Чешская Республика	6,8	6,6	4,0	3,4	2,5	2,8	6,7	3,4	-2,6	-1,8	-2,2	-2,5
Венгрия	3,9	1,3	1,9	2,3	3,9	7,9	6,3	4,1	-6,1	-5,0	-5,5	-6,1
Польша	6,2	6,6	5,2	3,8	1,0	2,5	4,0	3,3	-2,7	-3,8	-4,7	-5,7
Словацкая Республика	8,5	10,4	7,4	5,6	4,3	1,9	3,9	3,6	-7,1	-5,4	-5,1	-4,7
Южная и Юго-Восточная Европа	7,0	6,0	7,3	4,5	6,2	5,1	8,8	6,4	-10,7	-14,1	-14,8	-14,0
Болгария	6,3	6,2	6,3	4,2	7,4	7,6	12,2	7,0	-15,6	-21,4	-24,4	-21,5
Хорватия	4,8	5,6	3,8	3,7	3,2	2,9	7,0	4,9	-7,9	-8,6	-10,1	-10,2
Румыния	7,9	6,0	8,6	4,8	6,6	4,8	8,2	6,6	-10,4	-14,0	-13,8	-13,3

¹Изменения потребительских цен приведены в среднем за год. Изменения за период с декабря по декабрь приводятся в таблице А7 Статистического приложения

²В процентах ВВП.

Ожидается, что темпы роста будут продолжать заметно снижаться, в том числе вследствие сокращения притоков капитала и ужесточения финансовых ограничений. В странах ЦВЕ прогнозируется замедление роста с приблизительно 6 процентов в 2007 году до приблизительно 4½ процента в 2008 году и 3½ процента в 2009 году (таблица 2.5). Ослабление спроса со стороны Западной Европы приведет к снижению темпов роста экспорта и инвестиций, а высокая инфляция скажется на реальных доходах и потреблении. В Южной и Юго-восточной Европе (ЮВЕ) и Турции темпы роста также снизятся, поскольку ухудшение внешних перспектив и все еще высокие цены на биржевые товары будут сдерживать рост потребления и инвестиций. В странах Балтии ожидается продолжение корректировки, и прогнозируется снижение темпов роста со среднего уровня около 9 процентов в 2007 году до 1¼ процента в 2008 году и -¼ процента в 2009 году. По прогнозу, в этих странах начнется постепенный подъем во второй половине 2009 года. Ожидается, что инфляционное давление ослабнет в 2009 году по мере убывания роста цен на биржевые товары и давления внутренних издержек и спроса.

Риски для этого прогноза смещены в сторону снижения темпов роста. Они связаны с ухудшением условий внешнего финансирования, большим, чем ожидается, ослаблением внешнего спроса и возобновлением роста цен на биржевые товары. Страны со значительным дефицитом счета текущих операций, отчасти финансируемым за счет притоков капитала кроме прямых иностранных инвестиций, особенно уязвимы в отношении резкого оттока поступившего в страну капитала. В некоторых странах Европы с формирующимся рынком значительные суммы облигаций в национальной валюте в собственности нерезидентов, широко распространенная практика предоставления внутренних кредитов в иностранной валюте и зависимость некоторых финансовых организаций от оптового финансирования из-за границы подчеркивают уязвимость экономики в случае дальнейших изменений настроений участников рынка. Помимо этих рисков, имеется значительная неопределенность относительно темпов корректировки в странах Балтии. Нельзя исключить возможность еще более резкого, чем прогнозируется, снижения активности в случае падения

внешней или внутренней уверенности. Кроме того, спад может оказаться более продолжительным, чем ожидается, если рынки труда, которые должны адаптироваться к изменениям, чтобы снова стать конкурентоспособными, окажутся менее гибкими, чем ожидается.

Финансовые риски существенно возросли с началом периода нестабильности на финансовых рынках стран с развитой экономикой. Хотя банки, действующие в странах Европы с формирующимся рынком, не имеют или почти не имеют прямых связей с рынком непервоклассных ипотек США, они (и их иностранные материнские фирмы) испытывают воздействие потрясений, распространяющихся в Западной Европе. Снижение склонности к риску в глобальном масштабе усилило риски ликвидности в результате повышения издержек внешнего финансирования для банков и сокращения сроков кредитов. Возросли также кредитные риски: кредитный бум сопровождался удлинением сроков погашения, увеличением отношения кредита к стоимости залога и более широким использованием более рискованных финансовых продуктов (например, ссуд, выраженных в йенах, в Венгрии и ссуд, выраженных в швейцарских франках, в Польше, в том числе с переменными ставками). Замедление роста цен на недвижимость, по крайней мере в некоторых странах, повышает уязвимость банков к кредитному риску. Широкое распространение получило кредитование в иностранной валюте, как в странах с фиксированным обменным курсом (например, в странах Балтии большая часть кредитов предоставляется в евро) и в странах с плавающим курсом (например, в Венгрии и Румынии кредиты в иностранной валюте составляли около 60 процентов общей суммы кредитов населению в 2007 году). Снижение курсов акций и увеличение спреда по облигациям повысили уровень издержек финансирования.

Задача политики теперь заключается в обеспечении «мягкой посадки» наряду с дальнейшей подготовкой основы для устойчивого сближения со странами Западной Европы по уровню жизни.

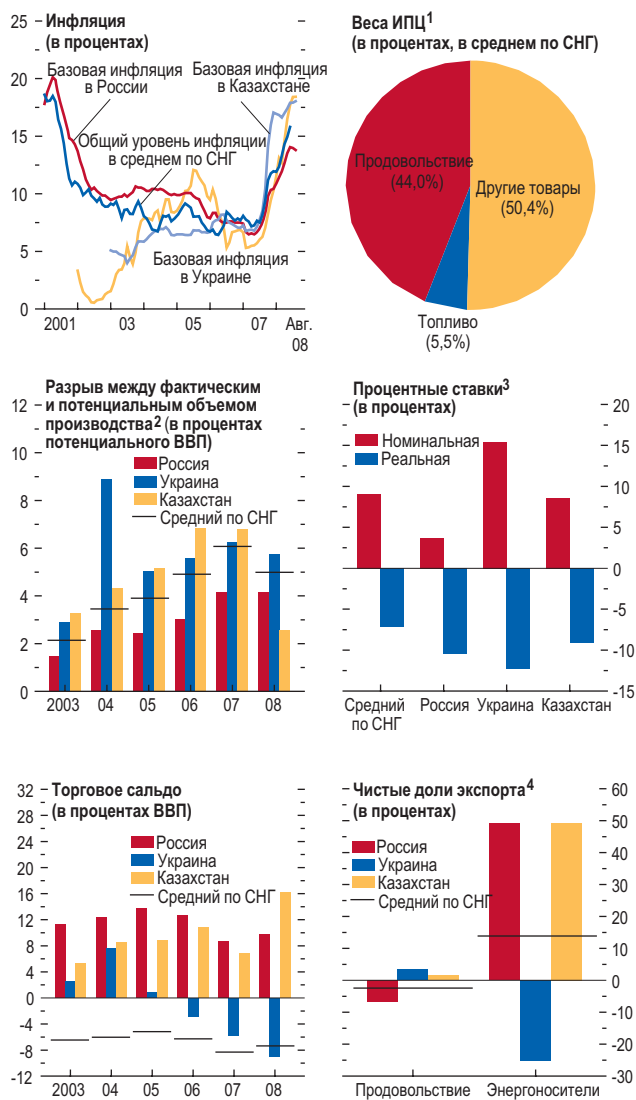
- В странах ЦВЕ риски в отношении инфляции и роста представляются сбалансированными, поэтому изменять денежно-кредитную политику пока не следует, хотя баланс рисков зависит от непредсказуемых потоков капитала и изменений обменных курсов. Бюджетные позиции в последнее время укрепились благодаря динамичному росту доходов и сдерживанию расходов, но возможности для полного функционирования автоматических стабилизато-

ров весьма ограничены. Дальнейшая бюджетная консолидация помогла бы расширить эти возможности и уменьшить нагрузку на денежно-кредитную политику. Необходимо перевести государственные финансы на устойчивую долгосрочную траекторию с целью решения проблем, вызванных старением населения, и содействия дальнейшей конвергенции с зоной евро, особенно в Словацкой Республике, которая планирует ввести евро в январе 2009 года. Устранение остающихся факторов негибкости рынка труда способствовало бы проведению долгосрочной бюджетной корректировки, ослабив в то же время ограничения рынка труда и давление на заработную плату.

- Процесс макроэкономической корректировки в странах Балтии должен достичь завершения. Хотя давление внутреннего спроса спадает, особенно в Эстонии и Латвии, внешние дисбалансы все еще представляют серьезную угрозу, инфляция выражается двузначными величинами и уверенность снижается. Важно не поддаваться соблазну значительно смягчить налогово-бюджетную политику в условиях спада, учитывая, что высокая степень открытости экономики этих стран ограничит воздействие таких мер на спрос. Важно будет скорректировать экономически неоправданные повышения расходов, произведенные в недавнем прошлом, и добиваться структурной сбалансированности в среднесрочной перспективе. Необходимо также повысить бдительность в осуществлении надзора и составить планы действий финансовых организаций для преодоления потенциальных значительных убытков по ссудам в результате экономического спада. Это потребует тесного сотрудничества между национальными и иностранными пруденциальными органами, поскольку значительная часть банков находится в иностранной собственности.
- В странах ЮВЕ необходимо принять меры для обуздания растущих внешних и внутренних дисбалансов, учитывая более изменчивые условия внешнего финансирования. Аналогично ситуации в странах Балтии несколько лет назад, эти страны все еще переживают «хорошие времена», и в налогово-бюджетной политике необходимо избегать проциклических импульсов для уже перегретого частного сектора. Более конкретно, необходимо сдерживать рост государственных расходов, обеспечивая соответствие между повышением зарплаты в государственном секторе и ростом производительности

Рисунок 2.7. Содружество Независимых Государств (СНГ). Политика в условиях бума цен на биржевые товары

Стремительный рост цен на продовольствие и топливо ведет к росту различий во внешних позициях и способствует повышению уровней инфляции по всему региону, тогда как политика бюджетной экспансии продолжает стимулировать спрос.



Источники: МВФ, «Международная финансовая статистика» и расчеты персонала МВФ.

¹ИПЦ — индекс потребительских цен

²Разрывы между фактическим и потенциальным объемом производства рассчитываются с использованием потенциального ВВП с применением фильтра Ходрика – Прескотта.

Дополнительную информацию о методологии и проблемах оценки см. во вставке 1.3.

³Депозитные ставки. Реальные ставки рассчитываются на основе общего уровня инфляции.

⁴Доли совокупного экспорта минус доли совокупного импорта.

и сокращая размеры органов управления, в сочетании с реформами по повышению эффективности в государственном секторе. Поскольку темпы роста кредита частному сектору выражаются двузначными величинами, поддержание высоких пруденциальных стандартов, а также их строгое применение имеют принципиальное значение, чтобы не допустить ослабления стандартов кредитования. Важно также обеспечить трансграничное сотрудничество в силу тех же причин, что и в странах Балтии.

Содружество Независимых Государств. Адаптация к буму цен на биржевые товары

В большинстве стран Содружества Независимых Государств (СНГ) имеет место энергичный рост реального ВВП на основе динамичного роста внутреннего спроса, которому способствуют улучшение условий торговли в большинстве стран региона и политика макроэкономической экспансии. Вместе с тем, перспективы дальнейшего роста ухудшаются в результате воздействия глобальных финансовых потрясений на экономику стран региона, в частности Казахстана и, позднее, России, которые переживают спад уверенности и резкое изменение направления потоков капитала. В случае снижения спроса со стороны стран-партнеров должно усилиться воздействие нестабильности на финансовых рынках на экономический рост.

Высокие мировые цены на продовольствие и топливо во многом способствовали усилению инфляционного давления в странах региона. Отчасти из-за высокой доли продовольствия в структуре потребления населения общий уровень инфляции резко повысился в первой половине 2008 года и к лету достиг почти 15 процентов (рис. 2.7). Кроме того, в ряде стран региона повысилась базовая инфляция вследствие сочетания проблем, обусловленных ростом цен на биржевые товары и давлением внутреннего спроса. Это вызывает опасения перегрева, поскольку объем производства постоянно превышает потенциальный уровень, а рынки труда остаются ограниченными. Курс политики в странах региона в целом остается экспансионистским; процентные ставки стали отрицательными в реальном выражении, тогда как государственные расходы продолжают быстро расти. Высокие мировые цены на биржевые товары по-прежнему способствуют укреплению торговых балансов у чистых экспортеров биржевых товаров, в то время как чистые импортеры биржевых товаров переживают заметное ослабление своих внешних позиций. Азербайджан,

Таблица 2.6. Содружество Независимых Государств (СНГ). Реальный ВВП, потребительские цены и сальдо счета текущих операций*(Годовые процентные изменения, если не указано иное)*

	Реальный ВВП				Потребительские цены ¹				Сальдо счета тек. операций ²			
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
Содружество												
Независимых Государств	8,2	8,6	7,2	5,7	9,5	9,7	15,6	12,6	7,5	4,4	5,5	3,0
Россия	7,4	8,1	7,0	5,5	9,7	9,0	14,0	12,0	9,5	5,9	6,5	3,4
Украина	7,3	7,6	6,4	2,5	9,1	12,8	25,3	18,8	-1,5	-3,7	-7,2	-9,2
Казахстан	10,7	8,9	4,5	5,3	8,6	10,8	17,6	9,8	-2,4	-6,9	4,3	3,3
Беларусь	10,0	8,2	9,2	8,0	7,0	8,4	15,3	9,6	-3,9	-6,8	-5,9	-8,0
Туркменистан	11,4	11,6	10,8	10,3	8,2	6,3	13,0	12,0	15,7	15,4	26,5	33,0
Страны СНГ с низкими доходами	14,7	14,5	10,5	10,5	10,1	12,7	16,3	13,7	7,7	11,2	15,7	16,2
Армения	13,3	13,8	10,0	8,0	2,9	4,4	9,4	5,0	-1,8	-6,4	-9,7	-10,8
Азербайджан	30,5	23,4	16,0	16,4	8,4	16,6	22,4	20,0	17,7	28,9	38,3	38,6
Грузия	9,4	12,4	3,5	4,0	9,2	9,2	10,0	7,6	-15,9	-20,0	-20,8	-18,7
Кыргызская Республика	3,1	8,2	7,5	6,7	5,6	10,2	24,5	12,2	-3,1	-0,2	-4,2	-5,4
Молдова	4,8	4,0	6,5	6,5	12,7	12,4	13,7	9,7	-11,8	-17,0	-19,9	-19,1
Таджикистан	7,0	7,8	6,0	7,0	10,0	13,2	21,6	15,5	-2,8	-11,2	-8,5	-8,1
Узбекистан	7,3	9,5	8,0	7,5	14,2	12,3	11,1	10,6	17,2	19,1	16,8	12,8
<i>Для справки</i>												
Чистые экспортеры энергоресурсов ³	8,2	8,7	7,2	6,0	9,7	9,4	14,5	12,1	9,1	5,9	7,5	4,8
Чистые импортеры энергоресурсов ⁴	8,0	8,1	7,0	4,2	8,5	11,4	21,5	15,4	-3,0	-5,6	-7,9	-9,6

¹Изменения потребительских цен приведены в среднем за год. Изменения за период с декабря по декабрь приводятся в таблице А7 Статистического приложения.

²В процентах ВВП.

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

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

Казахстан, Россия, Туркменистан и Узбекистан получили наибольшие преимущества от улучшения условий торговли, тогда как для Армении, Молдовы и Таджикистана условия торговли ухудшились. У чистых импортеров продовольствия баланс торговли продовольствием значительно ухудшился, и в некоторых странах дефицит достигает опасных уровней. В мае Кыргызской Республике были предоставлены дополнительные средства по кредиту МВФ для покрытия более значительного, чем ожидалось, дефицита платежного баланса из-за растущих издержек на импорт продовольствия.

С учетом ослабления внешнего спроса и нарастающего давления на финансовых рынках прогнозируется снижение темпов роста реального ВВП с 7¼ процента в этом году до приблизительно 5¾ процента в 2009 году (таблица 2.6). Несмотря на снижение цен на нефть за последнее время, ожидается устойчивый рост производства у чистых экспортеров энергоносителей, у которых улучшения условий торговли должны продолжать стимулировать спрос, тогда как у чистых импортеров энергоносителей динамика роста, вероятно, заметно ослабнет. В России прогноз роста на 2008 год отражает лучшие, чем ожидалось, пока-

затели в начале года, растущую прибыль от улучшения условий торговли и более крупный, чем ожидалось, пакет бюджетного стимулирования. Однако в дальнейшем прогнозируется существенное снижение темпов роста вследствие ослабления мирового спроса и ужесточения финансовых условий. В Казахстане ожидается, что темпы роста будут оставаться относительно невысокими в контексте корректировки эксцессов предшествующего кредитного бума, хотя все еще динамичный нефтяной сектор, вероятно, по-прежнему будет частично компенсировать последствия сокращения кредита. В Украине прогноз роста на 2008 год отражает хорошие показатели в первой половине года, улучшение условий торговли и свидетельства в пользу вероятности богатого урожая. В перспективе прогнозируется заметное снижение темпов роста вследствие менее активного роста экспортного рынка, более медленного повышения реальной заработной платы, не столь быстрого улучшения условий торговли и увеличения издержек финансирования.

Риски для перспектив экономики сместились в сторону снижения темпов роста. Неопределенная ситуация на финансовых рынках вызывает беспокойство, в особенности в случае стран с быстро

растущим дефицитом счета текущих операций, таких как Украина, и других стран, уже находящихся в сильной зависимости от притоков капитала. Хотя во второй половине 2008 года ожидается дальнейшее ужесточение денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики, его воздействие на активность и инфляцию в ближайший период, вероятно, будет ограниченным. Соответственно, риски все еще смещены в сторону повышения инфляции как для чистых импортеров, так и для чистых экспортеров биржевых товаров.

Теперь ожидается, что инфляция будет выше, чем прогнозировалось в апрельском выпуске «Перспектив развития мировой экономики» 2008 года, 15½ процента в этом году и 12½ процента в следующем году, вследствие усиления давления на цены в условиях устойчиво высоких цен на биржевые товары и низких резервных мощностей. На этом фоне действенность денежно-кредитной политики в основном по-прежнему ограничивается негибкостью валютных режимов, хотя в Украине недавно была проведена ревальвация валюты в рамках расширенного коридора. В целях компенсации этих ограничений правительства стран СНГ применяют различные меры налогово-бюджетной и торговой политики, чтобы сдерживать инфляционное давление и смягчать социальные последствия растущих цен на продовольствие. В числе этих мер снижение или отмена налогов и тарифов на импорт основных продуктов питания, уменьшение налогов на внутреннее потребление или увеличение субсидий на продовольствие и топливо, установление прямых ограничений цен на основные продукты питания и введение налогов и квот на экспорт. Некоторые страны приняли краткосрочные меры по стимулированию предложения, включающие главным образом субсидии и другие меры поддержки сельского хозяйства. Вместе с тем, бюджетные затраты на эти меры в ряде стран достигли тревожных масштабов, поставив под сомнение устойчивость бюджета.

Пока не ожидается заметного ослабления инфляционного давления относительно сегодняшних повышенных уровней, необходимы более решительные меры политики во многих странах региона, чтобы обеспечить твердую фиксацию долгосрочных инфляционных ожиданий. Для принятия комплексных ответных мер потребуются сочетание более жесткой денежно-кредитной политики и более гибкого обменного курса наряду с осмотрительной налогово-бюджетной политикой. В частности, целесообразно заменить всеобщие субсидии, которые усиливают давление внутреннего спроса и ложатся бременем на бюд-

жет, временными и адресными мерами с целью смягчения социальных последствий быстро растущих цен на продовольствие и энергоносители для уязвимых слоев населения. В этой связи экспортные ограничения и другие меры политики, препятствующие необходимым корректировкам предложения, вероятно, привели бы к нежелательным результатам.

В более долгосрочной перспективе, перед странами региона по-прежнему стоит задача снизить свою чувствительность к шокам цен на биржевые товары путем диверсификации экономики с сокращением доли сырьевых товаров. Дальнейшие меры по улучшению делового климата, развитию конкуренции, в том числе в продовольственном и топливно-энергетическом секторах, укреплению внутренних финансовых систем и формированию рыночных институтов в более широком смысле способствовали бы повышению эффективности и снижению уязвимости в связи с изменениями условий торговли.

Страны Африки к югу от Сахары. Испытание основ экономической политики

В странах Африки к югу от Сахары (АЮС) ожидается снижение темпов экономического роста в условиях финансовых потрясений и высоких цен на энергоносители и продовольствие, хотя условия торговли для многих стран АЮС улучшаются в результате быстрого роста цен на другие биржевые товары. В целом прогнозируется замедление роста с почти 7 процентов в 2007 году до немногим более 6 процентов в 2008–2009 годах. Вместе с тем, имеются существенные различия между странами (рис. 2.8 и таблица 2.7). Несмотря на ухудшение внешних условий, в странах-экспортерах нефти ожидается лишь небольшое снижение темпов экономического роста в 2008–2009 годах, с примерно 8 процентов в 2007 году до приблизительно 7½ процента, вследствие улучшения условий торговли почти на 75 процентов в 2008 году. Для импортеров нефти условия торговли будут оставаться в основном стабильными в 2008 году, поскольку более высокие цены на нефть будут компенсированы повышением экспортных цен на металлы, кофе, какао и хлопок¹⁰. Вместе с тем, для наиболее

¹⁰Импортеры нефти должны выиграть от повышения цен на металлы (Ботсвана, Гана, Гвинея, Замбия, Кения, Мозамбик, Сенегал, Того, Уганда и Южная Африка), кофе, какао и хлопок (Бурунди, Замбия, Кения, Кот-д'Ивуар, Руанда, Уганда, Эфиопия и другие страны). Более подробный анализ влияния недавнего шока цен на биржевые товары см. в главе 3 и IMF (2008a).

пострадавших стран (Бенина, Гамбии, Кении, Мадагаскара, Руанды и Сьерра-Леоне), по прогнозу, условия торговли ухудшатся на 15–20 процентов. В Южной Африке, крупнейшей экономике АЮС, ожидается, что нехватка электроэнергии в начале 2008 года и вынужденное повышение ставок интервенции на 500 базисных пунктов с середины 2006 года для сдерживания инфляции приведут к снижению темпов роста с 5 процентов в 2007 году до приблизительно 3½ процента в 2008–2009 годах. Риски для регионального роста смещены в сторону снижения темпов и связаны главным образом с более медленным, чем ожидалось, повышением мирового спроса и замедлением притоков капитала.

Резкое повышение цен на продовольствие и топливо за последний период серьезно затрудняет поддержание стабильности цен в странах АЮС. Ожидается повышение инфляции с приблизительно 7 процентов в 2007 году до почти 12 процентов в 2008 году с последующим снижением до 9½ процента в 2009 году, хотя эти средние цифры скрывают значительные различия между странами. Повышения цен на продовольствие, как правило, оказывают значительное воздействие на уровень инфляции в АЮС ввиду большой доли продовольствия в потребительских корзинах (см. главу 3). Давление внутреннего спроса, возникшее в некоторых странах АЮС за последние несколько лет активного роста, также, возможно, усиливает первоначальное воздействие шоков цен на продовольствие и топливо посредством инфляционных эффектов второго раунда.

На фоне растущей инфляции серьезной проблемой является воздействие высоких цен на продовольствие на уровень бедности, поскольку оно рискует подорвать достигнутый прогресс в этой области и поставить под угрозу социальную сплоченность общества. Сильная зависимость стран АЮС от импорта продовольствия и топлива, а также высокие уровни бедности делают их наиболее уязвимыми к повышению цен на эти биржевые товары. Население этих стран имеет мало возможностей защитить себя от растущих цен на продовольствие, и больше всех обычно страдает малоимущее городское население. По оценке персонала МВФ, рост цен на импортируемое продовольствие окажет наиболее значительное воздействие на бедность в Гамбии, Гане, Мавритании и Свазиленде ввиду их сильной зависимости от импорта и низкого уровня их доходов (IMF, 2008a). Некоторые страны отреагировали на усиливающееся инфляционное давление ужесточением денежно-кредитной политики, но многие снизили

Рисунок 2.8. Страны Африки к югу от Сахары. Выгоды и проблемы, связанные с высокими ценами на биржевые товары

Ожидается, что на совокупном уровне экономическому росту в Африке будет присуща определенная устойчивость в условиях замедления мирового роста, поскольку многие страны выиграют от улучшения условий торговли благодаря повышению цен на топливные и нетопливные биржевые товары, а чистые притоки капитала в регион в целом остаются на устойчивом уровне. Тем не менее имеются разительные различия в экономических показателях импортеров и экспортеров нефти, поскольку первые переживают значительное ухудшение сальдо счета текущих операций и бюджета, а также резкий рост инфляции.



Сальдо бюджета и инфляция¹



Счет текущих операций и условия торговли²



Источники: Haver Analytics; МВФ, «Статистика географической структуры торговли» и расчеты персонала МВФ.

¹Инфляция по индексу потребительских цен (ИПЦ) измеряется как процентное изменение относительно периода годом ранее, левая шкала. Сальдо бюджета измеряется в процентах ВВП, правая шкала.

²Сальдо счета текущих операций измеряется в процентах ВВП, правая шкала. Условия торговли измеряются как индекс, 2000 год = 100, левая шкала.

Таблица 2.7. Отдельные страны и регионы Африки. Реальный ВВП, потребительские цены и сальдо счета текущих операций

(Годовые процентные изменения, если не указано иное)

	Реальный ВВП				Потребительские цены ¹				Сальдо счета тек. операций ²			
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
Африка	6,1	6,3	5,9	6,0	6,3	6,2	10,2	8,3	2,9	0,4	3,0	0,2
Магриб	4,3	4,3	5,5	4,9	3,1	3,0	4,3	4,0	13,9	12,1	15,5	10,3
Алжир	2,0	4,6	4,9	4,5	2,5	3,6	4,3	4,0	24,8	22,8	28,1	19,8
Марокко	7,8	2,7	6,5	5,5	3,3	2,0	3,9	3,5	2,2	-0,1	0,4	-0,3
Тунис	5,5	6,3	5,5	5,0	4,5	3,1	5,1	4,5	-2,0	-2,6	-3,4	-3,5
Страны Африки к югу от Сахары	6,6	6,9	6,1	6,3	7,3	7,1	11,9	9,5	-0,3	-3,0	-0,7	-2,4
Африканский рог³	11,3	10,6	8,4	7,2	9,1	11,0	19,5	20,9	-13,4	-10,4	-6,3	-6,5
Эфиопия	11,6	11,4	8,4	6,5	12,3	15,8	25,3	40,8	-9,1	-4,5	-5,0	-5,2
Судан	11,3	10,2	8,5	7,7	7,2	8,0	16,0	10,0	-15,2	-12,6	-6,3	-6,7
Регион Великих озер³	7,1	7,0	6,5	7,6	10,4	9,2	15,7	7,9	-4,3	-4,5	-6,2	-7,8
Конго, Дем. Республика	5,6	6,3	10,0	10,3	13,2	16,7	17,5	15,1	-2,4	-1,8	-1,9	-12,6
Кения	6,4	7,0	3,3	6,4	14,5	9,8	25,0	6,5	-2,3	-3,1	-6,1	-4,5
Танзания	6,7	7,1	7,5	8,0	7,3	7,0	9,2	6,5	-7,7	-9,0	-9,8	-10,0
Уганда	10,8	7,9	9,8	8,1	6,6	6,8	7,3	7,8	-3,5	-2,8	-3,4	-5,8
Южная часть Африки³	11,0	12,9	10,6	9,4	11,5	10,0	11,3	9,4	12,8	6,7	9,6	8,3
Ангола	18,6	21,1	16,0	12,8	13,3	12,2	12,1	9,3	23,3	11,3	18,0	15,9
Зимбабве ⁴	-5,4	-6,1	...	...	1016,7	10452,6	...	...	-7,0	-3,5	...	...
Западная и Центральная Африка³	4,9	5,1	5,4	6,8	6,8	4,6	9,3	8,3	4,5	-0,8	3,1	-0,4
Гана	6,4	6,3	6,5	5,8	10,2	10,7	16,8	13,3	-9,0	-10,9	-13,1	-13,2
Нигерия	6,2	5,9	6,2	8,1	8,3	5,5	11,0	11,1	9,5	2,1	6,2	0,6
Зона франка КФА³	2,8	4,2	4,3	5,6	3,2	1,4	5,6	4,1	0,1	-2,4	2,5	0,7
Камерун	3,2	3,5	3,8	4,6	5,1	0,9	4,1	2,1	0,6	-1,9	1,3	-1,1
Кот-д'Ивуар	0,7	1,6	2,9	4,7	2,5	1,9	5,6	5,7	2,8	-0,7	3,8	-0,6
Южная Африка	5,4	5,1	3,8	3,3	4,7	7,1	11,8	8,0	-6,5	-7,3	-8,0	-8,1
<i>Для справки</i>												
Импортеры нефти	5,9	5,3	5,0	5,0	6,3	6,6	10,9	8,5	-3,8	-4,9	-5,7	-6,3
Экспортеры нефти ⁵	6,5	7,9	7,4	7,6	6,4	5,5	9,2	8,0	13,1	7,9	13,5	8,1

¹Изменения потребительских цен приведены в среднем за год. Изменения за период с декабря по декабрь приводятся в таблице А7 Статистического приложения.

²В процентах ВВП.

³Страны, входящие в эти региональные группы, перечислены в таблице F Статистического приложения.

⁴На 2008 год и последующий период не приводится никакого прогноза. Показатель инфляции за 2007 год представляет собой оценку.

⁵В данной таблице эта группа включает Чад и Мавританию.

импортные тарифы и налоги на добавленную стоимость на продовольствие или ввели экспортные налоги и другие ограничения.

Внешние позиции стран-импортеров нефти также подвергаются давлению из-за быстро растущих цен на импортные продовольствие и топливо. Прогнозируется, что дефицит счетов текущих операций в странах-импортерах нефти увеличится в среднем с приблизительно 5 процентов ВВП в 2007 году до приблизительно 5¾ процента ВВП в 2008 году и 6¼ процента в 2009 году. В Южной Африке особую обеспокоенность вызывает рас-

тущий дефицит счета текущих операций, составлявший 7¼ процента ВВП во втором квартале 2008 года. Этот дефицит в основном финансируется посредством изменчивых потоков портфельного капитала, хотя низкий уровень внешнего долга и гибкий обменный курс должны обеспечить некоторую степень устойчивости в случае смены направления потоков капитала. В странах-экспортерах нефти счета текущих операций, напротив, имеют профицит и прогнозируется их дальнейшее укрепление, с 8 процентов в 2007 году до 13½ процента в 2008 году и около 8 процентов в 2009 году.

Основной вопрос для региона состоит в том, как следует реагировать на значительный шок цен на биржевые товары и угрозу замедления притоков капитала. Странам-импортерам нефти, чьи бюджетные и внешние позиции ослабли в результате негативного шока в области условий торговли, необходимо скорректировать их денежно-кредитную и налогово-бюджетную политику и политику в отношении доходов. Откладывание такой корректировки поставило бы под угрозу не только макроэкономическую стабильность, но и последние достижения в совершенствовании основ политики и институциональных систем, которые были главным фактором впечатляющих показателей экономического роста АЮС в последние годы.

- Странам с регулируемыми или фиксированными обменными курсами необходимо ужесточить денежно-кредитную политику путем повышения процентных ставок или административных мер, призванных предотвратить закрепление инфляционных ожиданий и укрепить сальдо платежного баланса и бюджета. Сокращение заимствования государственного сектора и повышение гибкости обменного курса позволили бы подкрепить меры по ужесточению денежно-кредитной политики и снизить давление на платежный баланс.
- В то же время, для содействия защите малоимущих необходимы адресные меры налогово-бюджетной политики, в том числе субсидии. Эти меры должны сопровождаться шагами по поддержанию долгосрочных бюджетных позиций, включая постепенное, но полное отражение мировых цен на нефть в потребительских ценах по мере введения более адресных мер для защиты малоимущих. Контроль над ценами на продукты питания, скорее всего, окажется неэффективным: вместо снижения инфляции он приведет к товарному дефициту и издержкам для бюджета.
- Необходима дополнительная помощь доноров, чтобы смягчить воздействие корректировки на уязвимые страны с высоким уровнем бедности, ограниченным доступом к внешнему финансированию, низкими страховыми резервами и высокими уровнями внешнего или государственного долга. Такое финансирование позволило бы этим странам покрывать возросшие затраты на импорт и оказывать адресную бюджетную помощь беднейшим слоям населения в ходе постепенного осуществления необходимых корректировок. В более долгосрочной перспективе, помощь доноров могла бы быть направлена на содействие развитию отечественного сельского хозяйства и устойчивых систем социальной защиты.

Перед странами-экспортерами нефти стоит задача распорядиться непредвиденной прибылью от высоких цен на биржевые товары более успешно, чем во время аналогичных эпизодов в прошлом, которые не привели к устойчивому повышению уровня жизни. Растущий профицит счета текущих операций и инфляционное давление требуют тесной координации денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики. Сбережение части доходов от нефти помогло бы ослабить возникающее инфляционное давление, заложив при этом прочную финансовую основу для удовлетворения насущных потребностей в области инфраструктуры, здравоохранения и социальных услуг. Ужесточение денежно-кредитной политики могло бы способствовать стабилизации инфляции и предотвращению начала более широких инфляционных процессов. Допущение укрепления номинальных обменных курсов также помогло бы удерживать инфляцию под контролем.

Ближний Восток. Сохраняющиеся опасения относительно перегрева экономики

В значительной части стран Ближнего Востока продолжается быстрый рост активности, в то время как инфляционное давление остается на высоком уровне или продолжает усиливаться, особенно в ряде стран-экспортеров нефти. Прогнозируется, что рост реального ВВП в странах Ближнего Востока лишь немного замедлится в 2008–2009 годах, с 6½ процента до немногим менее 6 процентов, с аналогичными темпами роста в странах-экспортерах нефти и странах, не являющихся производителями нефти (таблица 2.8). По прогнозу, эффекты снижения спроса в странах-партнерах с развитой экономикой и усиления ограничений в области предложения в нефтяных секторах будут отчасти компенсированы устойчивым внутренним спросом и активностью в ненефтяных секторах. Растущие цены на нефть и продовольствие создают серьезные бюджетные проблемы для многих стран, не являющихся производителями нефти. В то же время, глобальные финансовые потрясения пока относительно мало сказались на экономике региона, не считая того, что фондовым рынкам пришлось отступить с достигнутых ранее высоких уровней.

Источником экономического роста являются главным образом ненефтяные сектора, поскольку темпы роста производства нефти снижаются из-за ограниченных мощностей (рис. 2.9). В роли локомотивов роста в странах-экспортерах нефти выступают частное строительство, розничная

Таблица 2.8. Отдельные страны и регионы Ближнего Востока. Реальный ВВП, потребительские цены и сальдо счета текущих операций

(Годовые процентные изменения, если не указано иное)

	Реальный ВВП				Потребительские цены ¹				Сальдо счета тек. операций ²			
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
Ближний Восток	5,7	5,9	6,4	5,9	7,0	10,6	15,8	14,4	21,1	18,4	22,9	17,1
Экспортеры нефти³	5,6	5,7	6,2	5,9	7,6	10,7	16,8	14,3	24,2	21,2	26,0	19,9
Иран, Исламская Республика	5,8	6,4	5,5	5,0	11,9	18,4	26,0	22,0	9,2	10,1	11,2	6,7
Саудовская Аравия	3,0	3,5	5,9	4,3	2,3	4,1	11,5	10,0	27,9	25,1	32,5	23,8
Объединенные Арабские Эмираты	9,4	7,4	7,0	6,0	9,3	11,1	12,9	10,8	22,6	20,5	22,6	18,8
Кувейт	6,3	4,6	5,9	5,8	3,1	5,5	9,0	7,5	52,2	43,1	44,6	39,3
Машрек	5,9	6,3	6,6	5,8	5,4	9,2	11,3	13,5	-1,7	-2,2	-3,1	-3,6
Египет	6,8	7,1	7,2	6,0	4,2	11,0	11,7	16,1	0,8	1,5	0,6	-0,9
Сирийская Арабская Республика	4,4	3,9	4,2	5,2	10,4	4,7	8,0	7,0	-2,9	-1,4	-2,7	-2,9
Иордания	6,3	6,0	5,5	5,3	6,3	5,4	15,8	7,6	-11,3	-17,5	-18,5	-16,3
Ливан	—	4,0	6,0	5,0	5,6	4,1	11,0	6,2	-5,6	-12,7	-14,0	-13,7
<i>Для справки</i>												
Израиль	5,2	5,4	4,3	2,8	2,1	0,5	4,8	3,3	5,9	3,2	0,4	0,5

¹Изменения потребительских цен приведены в среднем за год. Изменения за период с декабря по декабрь приводятся в таблице А7 Статистического приложения.

²В процентах ВВП.

³Включает Бахрейн, Исламскую Республику Иран, Республику Йемен, Катар, Кувейт, Ливию, Оман, Саудовскую Аравию, Сирийскую Арабскую Республику и Объединенные Арабские Эмираты.

торговля, транспорт и финансовые услуги. Динамичная экономика, помимо косвенного эффекта высоких доходов от нефти, отражает улучшившиеся условия для предпринимательской деятельности, стимулирующие частные инвестиции, и рост государственных проектов, призванных устранить узкие места в области инфраструктуры и жилья, возникшие в результате быстрого роста населения. Несмотря на рекордные цены на нефть, активность в нефтяном секторе в последнее время была заметно менее высокой, чем в ненефтяном секторе. Несмотря на крупные инвестиции, производственные и распределительные мощности растут медленно из-за резкого удорожания инвестиций, технологических и геологических ограничений и истощения существующих месторождений. Тем не менее в 2008–2009 годах прогнозируется небольшой прирост мощностей по добыче нефти и природного газа и, в меньшей степени, увеличение объема производства, включая ввод значительных новых мощностей в Катаре и Саудовской Аравии. Темпы роста реального ВВП в странах, не являющихся производителями нефти, повысились благодаря принятым ранее мерам по улучшению условий для предпринимательской деятельности. Значительные притоки ПИИ стимулируют эконо-

мическую активность в Египте и Иордании, тогда как Ливан продолжает восстановление экономики после конфликта 2006 года.

Отмечается все больше признаков перегрева. Инфляция достигла двузначных величин даже в некоторых странах с традиционно низкими уровнями инфляции, таких как Саудовская Аравия, а в Египте и Исламской Республике Иран она превышает 20 процентов. Инфляция быстро повышается, даже несмотря на ограниченное отражение высоких внешних цен на топливо и, в меньшей степени, на продовольствие в ценах внутреннего рынка¹¹. Неудивительно, что хотя инфляция все еще главным образом зависит от цен, определяемых внешними факторами (включая ослабление доллара США по отношению к третьим валютам), инфляционное давление все более распространяется на устанавливаемые внутри страны цены на невнешнеторговые товары. Это в особенности касается стран-экспортеров нефти, где рост численности и благосостояния населения и приток иностранных работников оказывают дав-

¹¹Как правило, эти товары в совокупности составляют от четверти до трети потребительской корзины, причем большая часть приходится на продовольствие.

ление на цены услуг, в частности в жилищном секторе, и где правительства проводят значительные повышения зарплаты. Вместе с тем, другие страны также начинают испытывать давление по более широкому фронту. Соответственно, несмотря на формальные допущения о том, что реальный эффективный обменный курс больше не будет снижаться, а цены на топливо и продовольствие будут оставаться в основном неизменными, в 2009 году ожидается лишь небольшое снижение инфляции.

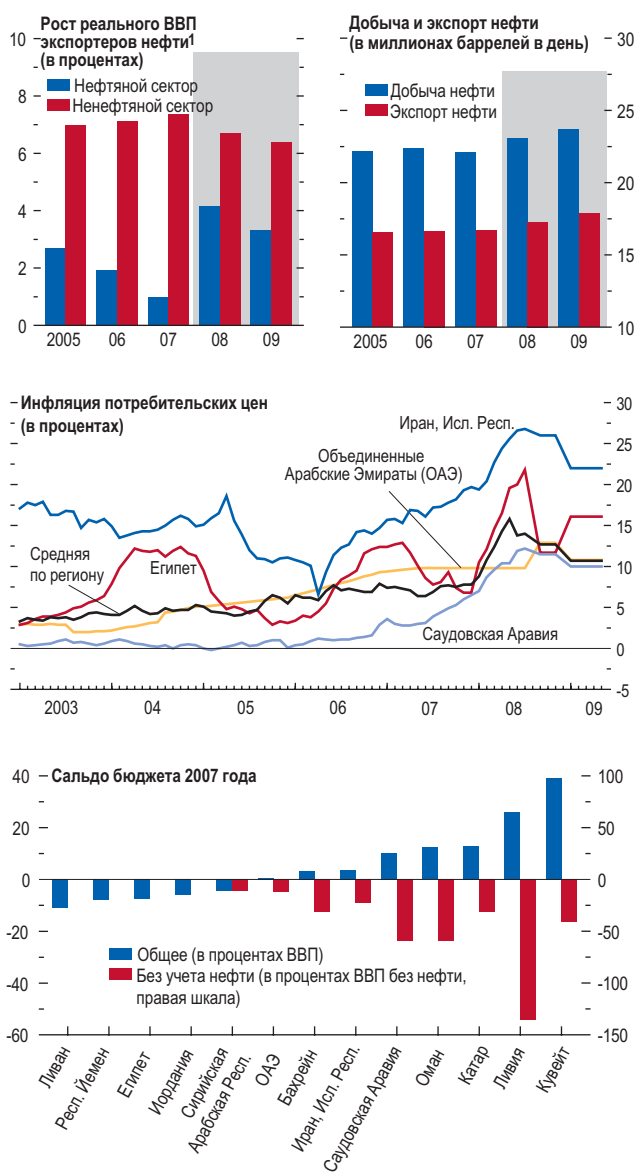
В то же время, устойчивый внутренний спрос ведет к ускорению роста импорта в странах региона. Между странами-экспортерами нефти и странами, не являющимися производителями нефти, имеются существенные различия в плане динамики счетов текущих операций. Экспортеры нефти имеют значительный и растущий профицит, который в целом, по прогнозу, составит от 10 до 45 процентов ВВП в 2008–2009 годах. В других странах дефицит возрос в результате увеличения издержек на импорт; уровень дефицита достиг двузначных величин в Иордании и Ливане, но все еще низок в Египте.

Риски для экономического роста остаются в целом сбалансированными. Внешние риски в основном смещены в сторону снижения темпов роста и связаны с ослаблением спроса в странах с развитой экономикой и потенциальным снижением цен на нефть. Притоки капитала в страны, имеющие дефицит, могут сократиться, если глобальные финансовые условия внезапно ухудшатся, и доступ крупных нефинансовых корпораций к финансированию также может быть затруднен. Риски перегрева связаны со все еще высоким внутренним спросом и сохраняющимся активным интересом со стороны иностранных инвесторов из стран региона (в частности стран-членов Совета сотрудничества государств Персидского залива (ССЗ)) и других стран. Вместе с тем, если риски перегрева материализуются и усугубят инфляционное давление, это еще более усложнит проведение макроэкономической политики.

В этих условиях, чтобы сдерживать нарастающее инфляционное давление, необходимо преодолеть усиливающиеся дисбалансы. Страны, не использующие привязку обменного курса к иностранной валюте (например, Египет и Исламская Республика Иран), могут дополнительно ужесточить денежно-кредитную политику, повысив при этом ее действенность за счет большей гибкости обменного курса. В странах с привязкой курсов денежно-кредитная политика «импортируется» из-за рубежа, главным образом из США. Во многих странах-

Рисунок 2.9. Ближний Восток. Сдерживание инфляционного давления

Прогнозируется продолжение динамичного роста реального ВВП, в основном благодаря активности в нефтяных секторах. Инфляционное давление усиливается, и необходима более жесткая налогово-бюджетная политика, чтобы надежно зафиксировать инфляционные ожидания, особенно в странах, не являющихся производителями нефти, которые также испытывают рост дефицита счета текущих операций.



Источники: МВФ, «Международная финансовая статистика» и расчеты персонала МВФ.
¹К экспортёрам нефти относятся Бахрейн, Исламская Республика Иран, Республика Йемен, Катар, Кувейт, Ливия, Объединенные Арабские Эмираты, Оман, Саудовская Аравия и Сирийская Арабская Республика.

экспортерах нефти курс валюты занижен, хотя и в различной степени, и рост инфляции способствует повышению реальных эффективных обменных курсов. Главной причиной занижения курса является привязка к доллару США, курс которого снижается по мере улучшения условий торговли. После того, как внутренние цены полностью достигнут более высокого уровня, соответствующего повысившемуся реальному эффективному обменному курсу, инфляционное давление должно ослабнуть, при условии, что привязка курса и налогово-бюджетная политика эффективно зафиксируют ожидания.

Переход к новому равновесному уровню можно также осуществить путем ревальвации валюты, но это сложная задача, особенно в странах ССЗ, которые планируют создать валютный союз в 2010 году. Во-первых, ревальвация вызвала бы неопределенность относительно того, как политика будет реагировать на внешние шоки в будущем, что подрывает действенность привязки как номинального якоря. Во-вторых, многим странам с привязкой курса все еще необходимо развивать как их потенциал для проведения независимой денежно-кредитной политики, так и базовую инфраструктуру финансового рынка. В-третьих, при плавающем режиме изменчивость на нефтяных рынках может привести к изменчивости обменных курсов, что может препятствовать усилиям некоторых стран по диверсификации их экспортной базы. Некоторые из этих вопросов будут решены путем перехода с привязки к доллару США на привязку к корзине валют, лучше отражающей структуру торговли товарами и услугами с остальным миром. Вместе с тем, если бы такая привязка существовала в последний период, то, как показывает опыт Кувейта, она бы принципиально не изменила ситуацию в отношении давления избыточного спроса. Вместе с тем, в случае сохранения уровня инфляции в долгосрочной перспективе целесообразно рассмотреть переход на привязку к корзине валют как один из вариантов. В целом, значимость обменного курса в регулировании давления спроса должна зависеть от специфических для страны условий, включая потенциал для корректировки налогово-бюджетной политики и готовность стран ССЗ сохранять привязку их валют к доллару США в период, предшествующий созданию валютного союза.

Налогово-бюджетная политика будет центральным звеном в сдерживании давления спроса в странах Ближнего Востока. За прошедшее десятилетие многие страны, не являющиеся производителями нефти, значительно снизили уровни

долга. Тем не менее уровни внутреннего долга остаются высокими по международным меркам, поэтому как конъюнктурные, так и среднесрочные требования указывают на целесообразность ужесточения налогово-бюджетной политики. В странах-экспортерах нефти повышение цен на нефть обеспечило бюджетные возможности для увеличения государственных расходов, но при этом усилило давление на внутренние ресурсы. Например, в результате быстрого роста расходов на зарплату и субсидии повышается цена на нефть, при которой бюджеты стран будут сбалансированными в среднесрочной перспективе. Конкретные требования налогово-бюджетной политики различаются, но в целом они должны акцентировать сокращение текущих расходов наряду с дальнейшей поддержкой критически важных инфраструктурных проектов, способствующих преодолению узких мест в области внутреннего предложения. Кроме того, налогово-бюджетная политика может помочь в решении социальных проблем, вызванных высокими ценами на энергоносители и продовольствие. Формирование более адресных программ трансфертов способствовало бы сокращению бедности и, в странах-экспортерах нефти, помогло бы распределять прибыль от повышения цен на нефть. По мере улучшения ситуации необходимо сокращать высокие расходы на общие субсидии на нефть и продовольствие, которые, например, достигают около 10 процентов ВВП в Египте и Саудовской Аравии.

В среднесрочной перспективе важно укреплять основы макроэкономической политики и продолжать структурные реформы с целью повышения устойчивости стран Ближнего Востока к шокам и удовлетворения потребностей молодого и быстро растущего населения. Было бы целесообразно придать налогово-бюджетной политике более долгосрочную ориентацию (например, посредством среднесрочной программы), ввиду необходимости снизить уровень долга в странах, не являющихся производителями нефти, и для подготовки к сокращению нефтяных доходов в некоторых экспортерах нефти. Необходимо развивать потенциал для проведения независимой денежно-кредитной политики и поддержки финансовых рынков. По мере усложнения внутренних финансовых систем необходимо будет решать все более сложные задачи в области регулирования и надзора. Кроме того, многие страны выиграли бы от дальнейшего улучшения условий для предпринимательской деятельности, в том числе путем увеличения инвестиций в образование и укрепления системы социальной защиты.

Литература

- Barro, Robert, and Xavier Sala-i-Martin, 2004, *Economic Growth*, second edition (New York: McGraw Hill).
- Beechey, Meredith J., Benjamin K. Johansson, and Andrew T. Levin, 2008, "Are Long-Run Inflation Expectations Anchored More Firmly in the Euro Area than in the United States?" Finance and Economics Discussion Paper No. 23 (Washington: Federal Reserve Board).
- Blanchard, Olivier, 2004, "The Economic Future of Europe," NBER Working Paper No. 10310 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- , 2007, "Adjustment within the Euro: The Difficult Case of Portugal," *Portuguese Economic Journal*, Vol. 6 (April), pp. 1–21.
- , and Justin Wolfers, 2000, "The Role of Shocks and Institutions in the Rise of European Unemployment: The Aggregate Evidence," *Economic Journal*, Vol. 110 (March), pp. 1–33.
- Britton, E., P.G. Fisher, and J.D. Whitley, 1998, "The Inflation Report Projections: Understanding the Fan Chart," *Bank of England Quarterly Bulletin*, Vol. 38 (February), pp. 30–37.
- Bruno, Michael, and Jeffrey Sachs, 1985, *Economics of Worldwide Stagflation* (Cambridge, Massachusetts: Harvard University Press).
- Carabenciov, I., I. Ermolaev, C. Freedman, M. Juillard, O. Kamenik, D. Korsunmov, and D. Laxton, forthcoming, "A Small Quarterly Multi-Country Projection Model with Financial-Real Linkages and Oil Prices," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Davis, Morris A., Andreas Lehnert, and Robert F. Martin, 2007, "The Rent-Price Ratio for the Aggregate Stock of Owner-Occupied Housing" (unpublished, December). Available at www.morris.marginalq.com.
- Decressin, Jörg, and Emil Stavrev, forthcoming, "Building Economic Union: Productivity and Current Accounts in 10 Years of EMU," Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Dew-Becker, Ian, and Robert J. Gordon, 2008, "The Role of Labour Market Changes in the Slowdown of European Productivity Growth," CEPR Discussion Paper No. 6722 (London: Centre for Economic Policy Research).
- European Commission, 2008, *EMU@10: Successes and Challenges After 10 Years of Economic and Monetary Union* (Brussels).
- International Monetary Fund (IMF), 2008a, "Food and Fuel Prices—Recent Developments, Macroeconomic Impact, and Policy Responses" (Washington, June and September). Available at www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/063008.pdf and imf.org/external/np/pp/eng/2008/091908.pdf.
- , 2008b, *Global Financial Stability Report: Financial Stress and Deleveraging—Macrofinancial Implications and Policy* (Washington, October).
- , 2008c, *Japan: Selected Issues*, IMF Country Report No. 08/254 (Washington).
- Laxton, Douglas, D. Rose, and Alasdair Scott, forthcoming, "Developing a Structured Forecasting and Policy Analysis System," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Lee, Jaewoo, Gian Maria Milesi-Ferretti, Jonathan David Ostry, Alessandro Prati, and Luca Antonio Ricci, 2008, *Exchange Rate Assessments: CGER Methodologies*, IMF Occasional Paper No. 261 (Washington: International Monetary Fund).
- Pisani-Ferry, Jean, Philippe Aghion, Marek Belka, Jürgen von Hagen, Lars Heikensten, André Sapir, and Alan Ahearne, 2008, *Coming of Age: Report on the Euro Area*, Bruegel Blueprint No. 4 (Brussels: Bruegel).
- Stavrev, Emil, 2007, "Growth and Inflation Dispersions in EMU: Reasons, the Role of Adjustment Channels, and Policy Implications," IMF Working Paper 07/167 (Washington: International Monetary Fund).
- Stock, James, and Mark Watson, 1989, "New Indexes of Coincident and Leading Economic Indicators," in *NBER Macroeconomic Annual: 1989* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press), pp. 351–94.
- , 2003, "How Did Leading Indicator Forecasts Perform During the 2001 Recession?" *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, Vol. 89 (Summer), pp. 71–90.
- Timmermann, Allan, 2006, "An Evaluation of the World Economic Outlook Forecasts," IMF Working Paper 06/59 (Washington: International Monetary Fund).
- van Ark, Bart, Mary O'Mahony, and Gerard Ypma, 2007, *The EU KLEMS Productivity Report* (Groningen, Netherlands: Groningen Growth and Development Centre).
- Zarnowitz, Victor, 1992, *Business Cycles: Theory, History, Indicators, and Forecasting* (Chicago: University of Chicago Press).

В настоящей главе рассматривается текущий бум цен на биржевые товары и оцениваются риски, связанные с тем, что корректировка относительных цен может повысить темпы инфляции, как это произошло в 1970-е годы. Несмотря на некоторое снижение цен на биржевые товары в последнее время, многие силы, лежащие в основе бума цен, по-прежнему действуют, и цены, вероятно, останутся на высоком по историческим меркам уровне. Риски продолжения инфляции вытекают из значительного роста цен на биржевые товары, который еще не полностью отразился в цепочке предложения. Наиболее уязвимы к рискам роста инфляции те страны, в которых сильна вероятность ценовых эффектов второго порядка, то есть на биржевые товары приходится большая доля конечных расходов и денежно-кредитная политика пользуется ограниченным доверием; где наблюдается давление цен и по другим причинам, таким как перегрев экономики, а меры макроэкономической политики в ответ на растущую инфляцию не были достаточными.

Возможно ли, что резкий скачок цен на биржевые товары за последние полтора года означает конец приблизительно десятилетия стабильных цен и предвещает возвращение высокой инфляции, подобной наблюдавшейся в 1970-е годы? Этот вопрос все еще вызывает полемику в широком кругу, несмотря на начало снижения цен на биржевые товары с середины июля. Во многих странах общий уровень темпов инфляции остается на уровнях, наблюдавшихся в последний раз 10–15 лет тому назад, и базовая инфляция продолжает расти, особенно в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах.

Несмотря на общее согласие относительно усиления рисков инфляции на всей планете, разные аналитики и разработчики экономической политики видят разные причины для беспокойства. Для некоторых основной причиной для

Примечание. Основными авторами настоящей главы являются Томас Хелблинг, Дуглас Лэкстон, Валери Мерсер-Блэкмен и Ирина Тайтелл, с участием Кевина Ченга и Кевина Клинтона. То-Нху Дао, Несе Эрбил, Эмори Оукс и Эркумент Тулун оказали помощь в проведении исследований.

беспокойства является то, что рост цен на биржевые товары характеризуется такой универсальностью, масштабом и стремительностью, что представление о росте инфляции может перерасти в ожидание дальнейшего повышения цен, требования о повышении зарплаты и, соответственно, рост базовой инфляции (ценовые эффекты второго порядка). Другие обращают внимание на тот факт, что в ряде стран с формирующимся рынком и развивающихся стран давление растущих цен на биржевые товары усугубляет давление цен, вызванное перегревом экономики. Это сочетание усугубляет риски ценовых эффектов второго порядка. Проблема стоит особенно остро в странах-экспортерах биржевых товаров, в которых бум цен на биржевые товары привел к росту экономики.

Третий повод для беспокойства дает то, что бум цен на биржевые товары может, на самом деле, оказаться не просто шоком в области предложения, а следствием мирового избыточного спроса, вытекающего из чрезмерно экспансионистской макроэкономической политики. Как и в 1970-е годы, быстро растущие цены на биржевые товары могут быть заблаговременным признаком завышенной оценки мощностей в некоторых странах. При ошибочном толковании скачков цен как результата исключительно отраслевых ограничений, директивные органы могут усилить инфляционное давление.

В настоящей главе анализируется бум цен на биржевые товары и его влияние на перспективы и риски инфляции. В частности, авторы стремятся ответить на следующие вопросы.

- Почему цены на биржевые товары настолько высоки и останутся ли они на высоком уровне?
- Как повлияли растущие цены на биржевые товары на общий уровень инфляции и базовую инфляцию во всем мире? Какие страны пострадали больше всех? Каковы риски значительных ценовых эффектов второго порядка и какие факторы влияют на эти риски?
- Какие меры должны денежно-кредитной политики должны приниматься при росте цен на биржевые товары? При каких обстоятельствах неправильная денежно-кредитная политика в отдельных странах может привести к серьезным глобальным последствиям?

В главе делается вывод, согласно которому текущий бум цен на биржевые товары в целом отражает сочетание высокого спроса, низкого уровня товарно-материальных запасов и неиспользуемых производственных мощностей, медленного роста предложения в основных секторах и отрицательных шоков в области предложения. Перспективы замедления темпов развития мировой экономики в 2008–2009 годах (отчасти под влиянием высоких цен на биржевые товары) и преодоление ограничений предложения, связанных с погодой, основных продовольственных сельскохозяйственных культур в последнее время вызвали снижение цен на биржевые товары. При этом все еще действуют некоторые из сил, вызвавших бум цен на биржевые товары, в частности высокие темпы экономического роста в больших странах с формирующимся рынком, низкие уровни товарно-материальных запасов и ограничения предложения в основных отраслях. Если не наступит резкий спад в мировой экономике, эти факторы, вероятно, ограничат степень дальнейшего снижения цен по сравнению с их недавними пиковыми значениями и вызовут дальнейшую изменчивость цен.

Риски инфляции, вероятно, останутся на высоком уровне в течение некоторого времени, даже если цены на биржевые товары будут в меньшей степени вызывать непосредственное инфляционное давление, чем в последние полтора года, поскольку корректировка в ответ на значительное повышение относительных цен на биржевые товары все еще продолжается. В некоторых странах уже наблюдаются ценовые эффекты второго порядка, а в других остается риск этих эффектов. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны обычно более уязвимы к основным факторам риска, к которым относится большая доля биржевых товаров в конечных расходах и меньшее доверие к денежно-кредитному регулированию. Кроме того, повышение мировых цен, особенно на топливо, во многих странах еще не полностью отразилось во внутренних ценах.

Несмотря на недавнее снижение цен на биржевые товары, решительные ответные меры денежно-кредитной политики не утрачивают значения в странах, в которых еще до резкого скачка цен на биржевые товары инфляционное давление уже было высоким и в которых велики риски ценовых эффектов второго порядка. Задержка с ответными мерами денежно-кредитной политики может подорвать доверие к директивным органам и, соответственно, значительно ухудшить компромисс

между инфляцией и объемом производства. Другие меры макроэкономической политики должны поддерживать денежно-кредитную политику, особенно в том случае, когда связанные с обменным курсом ограничения сужают возможности ужесточения денежно-кредитной политики.

Глава построена следующим образом. В следующем разделе анализируются причины и перспективы высоких цен на биржевые товары. Затем рассматривается связь между шоками цен на биржевые товары и инфляцией на уровне стран, с изучением возможности того, что устойчивое повышение цен на продовольствие и энергоносители может повернуть вспять недавнюю «великую умеренность» инфляции во всем мире. Затем анализируются последствия шоков цен на биржевые товары с точки зрения денежно-кредитной политики и динамики мировой инфляции. В заключительном разделе излагаются итоги, а также делаются некоторые выводы для экономической политики.

Бум цен на биржевые товары: причины и перспективы

Цены на биржевые товары резко выросли за последние полтора года (рис. 3.1, верхняя и средняя части). Цена на нефть возросла более чем в два раза за период с декабря 2006 по середину июля 2008 года, хотя с тех пор некоторые из этих цен несколько снизились, а цены на продовольствие за этот период возросли более чем на 50 процентов. Эти скачки цен произошли после значительного повышения цен в 2003–2006 годах. В целом масштаб совокупного повышения цен на биржевые товары с 2003 года аналогичен резкому скачку цен на биржевые товары в начале 1970-х годов (1971–1974 годы) во время последнего серьезного бума. Последние периоды устойчивого роста мировой экономики — в 1980-е и 1990-е годы — не сопровождалась бумом цен на биржевые товары на широкой основе, включая топливные и продовольственные биржевые товары. В настоящем разделе текущий бум цен на биржевые товары сопоставляется с бумом начала 1970-х годов, а затем рассматривается динамика и перспективы цен на нефть и продовольствие в настоящее время¹.

¹В приложении 3.1 приводится более подробный обзор последних событий на рынке биржевых товаров и его перспектив.

Текущий бум цен на биржевые товары по сравнению с 1970-ми годами

В основе и того, и другого бума, по всей видимости, лежит три общих фактора. Во-первых, их источниками можно назвать высокие темпы роста мировой экономики (рис. 3.1, нижняя часть)². Цены на многие биржевые товары чутко реагируют на изменения в темпах роста мировой экономики или промышленной деятельности. Это отражает роль биржевых товаров в мировой промышленной деятельности — особенно промежуточных вводимых ресурсов в обрабатывающей промышленности, таких как металлы и сельскохозяйственное сырье, а также нефти—и, в случае других биржевых товаров, таких как продовольствие, роль дохода как определяющего фактора спроса.

Ускорение темпов роста в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах за последние несколько лет (под влиянием бурной индустриализации и значительного роста дохода на душу населения с низкого исходного уровня), вероятно, изменило связь между мировой экономической активностью и ценами на биржевые товары во время текущего подъема. Перемещение центра роста мировой экономики в эти страны стало катализатором спроса на биржевые товары, поскольку в развитии экономики этих стран относительно высока доля биржевых товаров (рис. 3.2, верхняя часть). Снижение экономической активности в странах с развитой экономикой до сих пор в меньшей степени повлияло на цены биржевых товаров, чем во время предыдущих спадов в этих странах. При этом поворотные точки в циклической динамике цен в прошлом в целом синхронизировались с циклами мировой экономической активности³.

Вторым общим фактором бума 1970-х годов и текущего бума является то, что оба они начались при более низких, чем обычно, уровнях товарно-материальных запасов и незадействованных производственных мощностей (рис. 3.2, средний и нижний графики). И в том, и в другом случае это отсутствие буферных запасов усилило импульс цен, вызванный повышением спроса на биржевые товары, вытекавшим из высоких темпов

²Наряду с другими, автор работы Radetski (2006) отмечал, что начало каждого значительного и обширного бума цен на биржевые товары в послевоенный период (1950–1952 годы, 1972–1974 годы и с 2003 года до настоящего времени) совпадало с повышением темпов экономического роста и промышленного производства.

³См. вставку 5.2 в апрельском выпуске «Перспектив развития мировой экономики» за 2008 год.

Рисунок 3.1. Цены на биржевые товары в историческом контексте

У текущего бума цен на биржевые товары много общих характеристик с последним серьезным бумом цен на биржевые товары начала 1970-х годов, в том числе резкий рост цен на нефть и продовольствие и условия высоких темпов развития мировой экономики.



Цены на биржевые товары и промышленное производство



Источник: расчеты персонала МВФ.

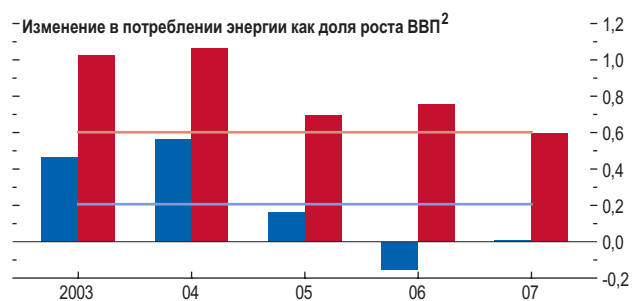
¹В качестве дефлятора использован индекс потребительских цен США (ИПЦ).

²Заштрихованы периоды рецессии мирового масштаба (определенные при помощи месячного индекса мирового промышленного производства).

Рисунок 3.2. Предельное изменение энергоёмкости, запасов биржевых товаров и не задействованного нефтяного потенциала ОПЕК¹

Высокие темпы экономического роста в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах, связанные с интенсивным потреблением биржевых товаров, были важным фактором, объясняющим снижение уровней запасов и низкий уровень не задействованного нефтяного потенциала ОПЕК.

- Страны с развитой экономикой
- Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны
- Страны с развитой экономикой (средн. за 10 лет)
- Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны (средн. за 10 лет)



Источники: *British Petroleum Statistical Review of World Energy* (2008); Международное энергетическое агентство; Министерство сельского хозяйства США; Министерство энергетики США; расчеты персонала МВФ.

¹ ОПЕК — Организация стран-экспортеров нефти.

² Первичная энергия в эквиваленте млн баррелей нефти к ВВП (выраженном в млрд долларов США в ценах 2005 года).

³ К зерновым относятся кукуруза, рис и пшеница; к металлам относятся медь, свинец и цинк.

⁴ Заштрихованы периоды глобальной рецессии (определенные при помощи месячного индекса мирового промышленного производства).

роста мировой экономики⁴. Низкий уровень товарно-материальных запасов и не задействованных производственных мощностей в текущем буме объясняется разными причинами в разных секторах биржевых товаров, но, как правило, это вызвано недостатком инвестиций и медленным ростом предложения в конце 1990-х годов после двух десятилетий низких цен на биржевые товары.

Третьим фактором, присущим обоим бума, является повышательное давление на цены, оказываемое ограничениями предложения. Резкое повышение цены на нефть в декабре 1973 года, наряду с временным сокращением объема добычи нефти во время эмбарго Организации стран-экспортеров нефти (ОПЕК), стало классическим примером шока предложения биржевых товаров. Во время текущего бума неурожай в сельском хозяйстве, связанные с погодными условиями, особенно пшеницы, привели к повышению цен на продовольствие. Такие дефициты также вызывали повышение цен на продовольствие во время прошлого бума (рис. 3.3).

В условиях текущего бума ограничения со стороны предложения в отраслях биржевых товаров помимо сельского хозяйства не были результатом резкого временного сокращения предложения, а отражали затянувшуюся неэластичную реакцию предложения при повышении спроса и цены. На рынке нефти и, в меньшей степени, на рынках некоторых металлов, лаги, связанные с созданием новых мощностей, по всей видимости удлинились в текущем цикле, как говорится ниже. При быстро растущем спросе это медленное наращивание мощностей привело к хронически низким уровням товарно-материальных запасов и не задействованных производственных мощностей, оказывающим устойчивое давление на цены. Эта характеристика текущего бума вызвала к жизни — понятие «суперцикла» цен на биржевые товары — периода с долгосрочной тенденцией повышения цен на биржевые товары из-за необходимости в существенном наращивании мощностей⁵.

⁴ Такое взаимодействие между большим спросом и низкими исходными уровнями буферных запасов, вероятно, является одним из факторов, превращающих циклический переход цен в фазу подъема в ценовой бум, поскольку расхождение в мировом экономическом росте между периодами подъема слишком незначительны и не могут послужить правдоподобным объяснением большой разницы в ценах на биржевые товары, наблюдающейся в фазе подъема мировой экономики. См., например, в работах Deaton and Laroque (1992) и Radetski (2006) механику циклов цен на биржевые товары.

⁵ См. последний анализ в работе Cuddington and Jerrett (2008). В более общем плане лаги реакции предложе-

Широко распространилось мнение, согласно которому спекуляция (приобретение биржевых товаров для перепродажи по более высокой цене, а не для их коммерческого использования) является фактором повышения цен на биржевые товары во время обоих бумов⁶. В 1970 годы авуары спекулятивных товарно-материальных запасов, по всей видимости, возросли в случае некоторых биржевых товаров, в частности металлов (см. например, Cooper et al., 1975). В текущем буме, однако, запасы основных биржевых товаров обычно остаются на низком уровне или даже уменьшаются, указывая на то, что повышение цен не было вызвано спекулятивным переходом к хранению реальных активов, как во время предыдущего бума. Несмотря на финансовые инновации в последнее время на рынках биржевых товаров, такие как индексация, позволившая инвесторам извлечь выгоду из растущих цен на биржевые товары без необходимости хранить авуары в виде товарно-материальных запасов, нет четких данных о том, что наращивание соответствующих финансовых позиций систематически повышает цены на отдельные биржевые товары или ценообразование в более общем плане (вставка 3.1).

Тем не менее, финансовые факторы и настроения играют роль в формировании цен на биржевые товары. Финансовые переменные, такие как процентные ставки, воздействуют на цены на биржевые товары, оказывая влияние на материальный спрос и предложение. Так недавнее снижение ставок интервенции США, вероятно, временно подстегнуло спрос на биржевые товары, как говорится ниже. Цены на многие биржевые товары по традиции отличались большей гибкостью, чем зарплата или цены на другие товары, и поэтому они обычно быстрее реагируют на такие импульсы денежно-кредитной политики, с определенной возможностью краткосрочного «зашкаливания» цен⁷. Кроме того, поскольку большинство биржевых товаров можно хранить,

ния (а также спроса) на неожиданные изменения цен могут привести к циклам в динамике цен (см., например, Krautkraemer, 1998), с зависимостью длительности и амплитуды цикла от различий между долго- и краткосрочной эластичностью цен и структуры лагов, а также от масштаба исходного неожиданного изменения.

⁶См. определение спекуляции в работах Harrison and Kreps (1978) или Feiger (1976).

⁷См. работы Bordo (1980) о реакции цен на биржевые товары на воздействие денежно-кредитной политики, а также Frankel (1986, 2006) и Akram (2008) — о воздействии изменений реальной процентной ставки на цены на биржевые товары.

Рисунок 3.3. Спрос на зерновые и нефть, производство и запасы в сопоставлении

Устойчивый спрос и медленное наращивание мощностей в основных секторах, а также сбои поставок основных сельскохозяйственных культур являются аспектами как текущего бума цен на биржевые товары, так и бума 1970-х годов.



Источники: British Petroleum Statistical Review of World Energy (2008); Министерство сельского хозяйства США; Министерство энергетики США; оценки персонала МВФ.

¹Организация стран-экспортеров нефти.

²К зерновым относятся кукуруза, рис и пшеница.

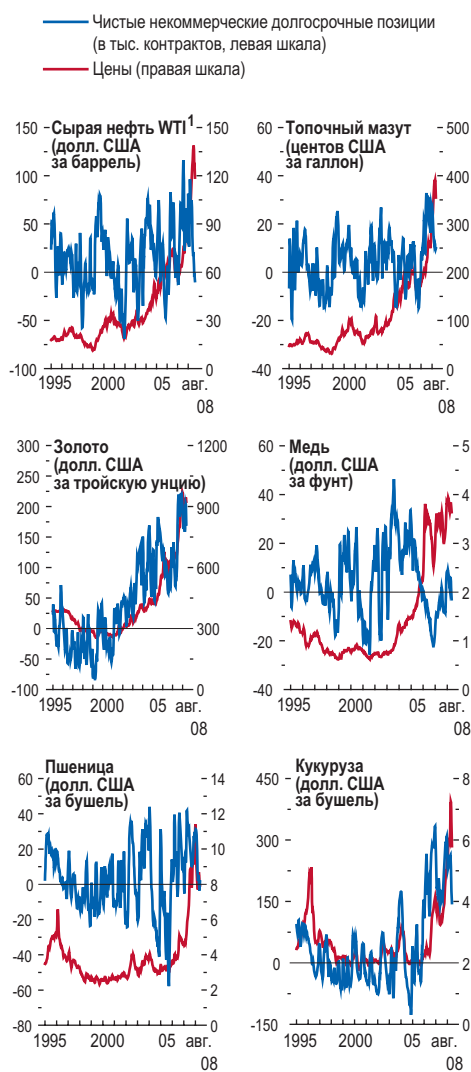
Вставка 3.1. Оказывают ли финансовые инвестиции влияние на поведение цен на биржевые товары?

Биржевые товары превратились в последние годы в альтернативный класс активов, характеризующийся быстрым ростом как открытых позиций на фьючерсных биржах, так и инвестиций в активы, индексируемые по биржевым товарам¹. Многие считают, что данная «финансиализация» (то есть когда доминирующая роль принадлежит финансовым игрокам) рынков биржевых товаров повлияла на поведение цен на биржевые товары, хотя мнения о масштабах этого влияния широко различаются между аналитиками. Согласно одной точке зрения, использование биржевых товаров в качестве финансовых инструментов (или их финансиализация) в целом играет положительную роль, повышает эффективность рынка и упрощает выявление цен. Другая точка зрения заключается в том, что недавнее резкое повышение цен на биржевые товары было во многом вызвано спекулятивными операциями и стадным поведением инвесторов, искавших альтернативные классы активов. В данной вставке анализируется потенциальное воздействие инвестиционных потоков на поведение цен на биржевые товары. В частности, в ней рассматривается вопрос о том, подтверждается ли имеющимися сведениями мнение о том, что недавний рост цен на биржевые товары был вызван спекулятивными операциями с финансовыми активами, связанными с биржевыми товарами. Чтобы дополнительно пролить свет на этот вопрос, в ней также рассматривается вопрос о том, как возросшие финансовые потоки могли сказаться на других аспектах ценообразования, таких как волатильность и параллельная динамика цен.

Каким образом финансовые факторы влияют на ценообразование? Финансовые рынки могут влиять на цены на биржевые товары посредством двух механизмов. Во-первых, некоторые финансовые переменные, такие как обменные курсы и процентные ставки, могут напрямую воздействовать на предложение биржевых товаров и спрос на них. Например, ослабление доллара США и сниже-

Основным автором данной вставки является Кевин Чен.
¹Например, открытый интерес по фьючерсным сделкам с сырой нефтью на Нью-Йоркской товарной бирже (NYMEX) увеличился за период 2003–2008 годов на 155 процентов против 36 процентов для соответствующих позиций с золотом. Инвестиции в активы, связанные с биржевыми товарами, выросли с менее чем 10 млрд долл. США в 1997 году до почти 230 млрд долл. США во втором квартале 2008 года (Barclays Capital, 2008).

Чистые некоммерческие фьючерсные позиции и цены
(Скользящие средние значения за четыре недели)



Источники: Bloomberg Financial Markets; Комиссия по срочной биржевой торговле США; оценки персонала МВФ.
¹WTI — марка сырой нефти West Texas Intermediate.

ние процентных ставок может вести к усилению спроса и уменьшению производства биржевых то-

варов, что будет оказывать давление на цены². Вторых, на поведение цен могут влиять операции финансовых инвесторов, в том числе спекулянтов. Широкая полемика в этой связи ведется по вопросу о том, лежало ли в основе недавнего роста цен на биржевые товары быстрое увеличение инвестиций в индексированные по биржевым товарам активы, которые осуществляли инвесторы, стремившиеся к диверсификации своих портфелей.

Поскольку справедливую стоимость биржевых товаров трудно определить, поиски ответа на вопрос, не было ли таким поведением вызвано расхождение цен с фундаментальными показателями, велись косвенными методами. Один из методов заключался в том, чтобы определить путем анализа временных рядов, не приводили ли изменения финансовых позиций по биржевым товарам к изменениям цен на них («тест причинности Грейнджера»). Многие последние исследования в этом направлении, в том числе в октябрьском выпуске «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности» 2008 года (IMF, 2008d), не выявили системных причинно-следственных связей между позициями и ценами как в одну, так и в другую сторону³. Направление финансовых потоков часто действительно не согласуется с направлением изменения цен. Например, когда цены на сырую нефть резко повысились в мае и июне 2008 года, чистые спекулятивные позиции понизились (первый рисунок).

Второй подход заключался в том, чтобы проанализировать, насколько согласуются изменения запасов в последнее время с той гипотезой, что недавние ценовые тенденции были вызваны, главным образом, спекуляциями. Прежде всего, как подсказывает интуиция, для того чтобы спекуляции оказывали устойчивое воздействие на цены на биржевые товары, они должны сопровождаться постоянно возрастающим накоплением физических запасов биржевых товаров, чтобы удерживать равновесие на спотовых рынках, так как при более высоких ценах потребление будет снижаться (см. Krugman, 2008). Однако имеющиеся данные показывают, что, хотя запасы некоторых биржевых товаров несколько возросли в последние годы, запасы других биржевых товаров, цена на которые существенно возросла, уменьши-

лись или оставались в целом стабильными (второй рисунок, верхняя панель). В частности, хотя цены на сырую нефть почти удвоились в 2007–2008 годах, запасы сырой нефти в странах-членах Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) оставались неизменными в течение 2008 года. Таким образом, в целом было получено мало данных о систематическом накоплении запасов биржевых товаров, хотя следует признать, что данные о запасах биржевых товаров являются ненадежными и не охватывают все страны мира.

Третий подход к оценке влияния финансовых инвестиций состоит в наблюдении за перекрестными взаимосвязями между ценообразованием и деятельностью инвесторов до и после финансовализации биржевых товаров. Чтобы дополнительно пролить свет на этот вопрос, в данной вставке анализируются взаимосвязи между финансовализацией и уровнями цен на различных рынках. Кроме того, этим анализом охватывается два других аспекта ценообразования.

- *Волатильность.* Вопрос о влиянии спекулятивных сделок на волатильность цен давно вызывает споры среди экономистов. Некоторые известные экономисты, включая Адама Смита, Джона Стюарта Милля и Милтона Фридмана, утверждали, что спекулянты обеспечивают ликвидность, облегчают выявление цены и улучшают межвременное распределение ресурсов, осуществляя покупки по низким ценам, а продажи — по высоким, что ведет к стабилизации цен. Другие считают, что участники рынка могут часто действовать «нерационально», заключая сделки на основе эмоций, эвристического настроения или стадного чувства, что ведет к усилению рыночной волатильности.

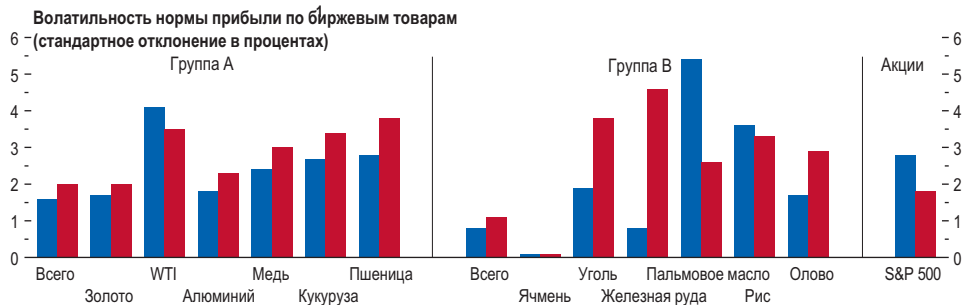
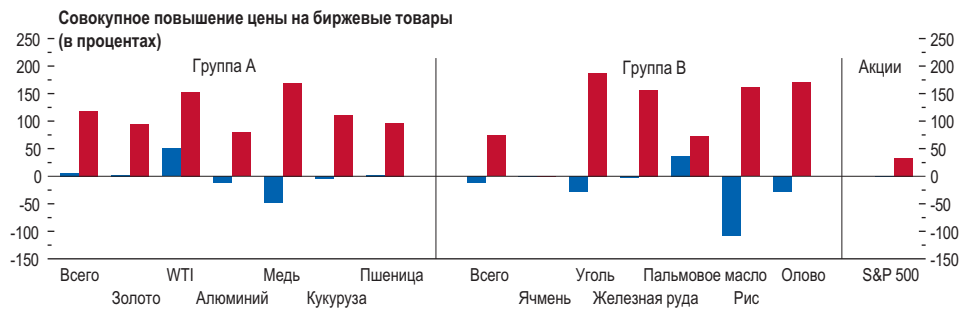
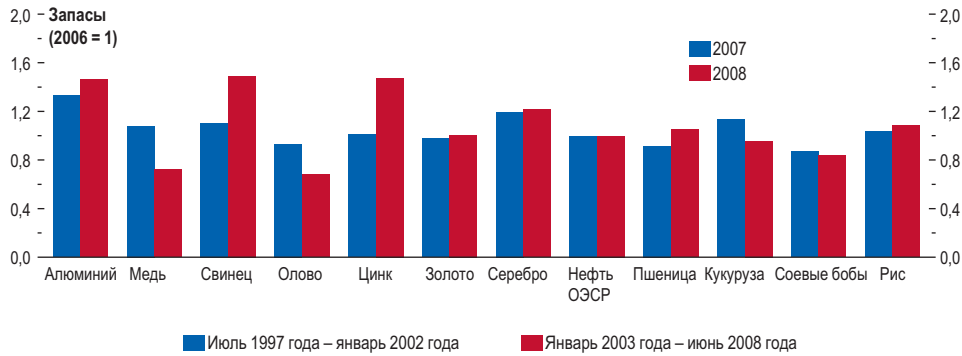
- *Параллельная динамика цен.* Другая гипотеза заключается в том, что возросшая финансовализация биржевых товаров может усиливать параллельное движение цен на биржевые товары. Причина этого состоит в том, что возросшие финансовые потоки могут усиливать подверженность биржевых товаров некоторым общим финансовым шокам, таким как изменения обменных курсов или процентных ставок. Кроме того, инвесторы могут быть плохо знакомы с отдельными биржевыми товарами, в результате чего они будут выделять средства на биржевые товары в целом (теория совокупностей/категорий). Например, инвесторы могут вкладывать средства в биржевые товары путем инвестиций в индекс биржевых товаров, в результате чего средства распределяются между различными бир-

²См., например, вставку 1.4 в апрельском выпуске «Перспектив развития мировой экономики» 2008 года.

³См. также вставку 5.1 сентябрьского выпуска «Перспективы развития мировой экономики» за 2006 год или доклад Межучрежденческой целевой группы по сырьевым рынкам Interim Report on Crude Oil (ITC, 2008).

Вставка 3.1 (продолжение)

Запасы, изменения цен и волатильность



Источники: Bloomberg Financial Markets; Международное энергетическое агентство; Лондонская биржа металлов; Министерство сельского хозяйства США; расчеты персонала МВФ.
¹F-тест на 5-процентном уровне значимости показывает, что стандартные отклонения в рассматриваемые два периода статистически существенно различаются для всех товаров, кроме риса.

жевыми товарами в соответствии с определенными весами, вместо того чтобы производить инвестиции в конкретные биржевые товары, о которых они могут не иметь достаточных знаний. Более того, финансовализация биржевых товаров может усиливать корреляцию — как положительную, так и отрицательную — между ценами на биржевые товары и це-

нами на другие активы, например ценами на акции, только в силу общих условий на финансовом рынке.

Для того чтобы проанализировать возможное воздействие на цены, были изучены характеристики еженедельной нормы прибыли по 50 биржевым товарам (еженедельных изменений цен в логарифмах) до и после начала массовых инвестиций в биржевые

товары. Поскольку недавний рост цен на биржевые товары и инвестиций в них начался приблизительно в 2003 году, фокусный период установлен с января 2003 года по июнь 2008 года, а контрольный период — с июля 1997 года по декабрь 2002 года. Для разграничения степени финансовализации биржевые товары были поделены на две группы.

- *Группа А.* Это биржевые товары, которые широко обращаются на финансовых рынках. Биржевой товар включается в группу А, если он входит в один из четырех ведущих индексов биржевых товаров⁴. Общий ценовой индекс группы А рассчитывается на основе средних весов базовых четырех индексов биржевых товаров. Кроме того, были более подробно проанализированы шесть отдельных биржевых товаров в группе: золото, сырая нефть марки WTI, алюминий, медь, кукуруза и пшеница.

- *Группа В.* Эта группа включает все биржевые товары в индексе биржевых товаров МВФ, которые не вошли в группу А⁵. В дополнение к расчетам общего ценового индекса группы В, основанным на весах для биржевых товаров МВФ, шесть товаров были проанализированы более детально: ячмень, уголь, железная руда, пальмовое масло, рис и олово.

Уровень цен

За период с 1997 по 2002 годы цены на биржевые товары группы А возросли менее чем на 6 процентов, но они повысились приблизительно на 120 процентов за период с 2003 по 2008 годы. Цены на товары группы В упали в первый период приблизительно на 12 процентов, но возросли во второй период почти на 75 процентов (первый рисунок,

⁴Были рассмотрены следующие четыре индекса биржевых товаров: S&P Goldman Sachs Commodity Index, Deutsche Bank Commodity Index, Dow Jones-AIG Commodity Index и UBS Bloomberg Constant Maturity Commodity Index. Биржевыми товарами, включенными в группу А, являются сырая нефть марки Brent, природный газ, сырая нефть марки West Texas Intermediate, дизельное топливо, неэтилированный бензин, топочный мазут, алюминий, медь, золото, свинец, никель, серебро, цинк, какао, кофе, кукуруза, хлопок, беконная свинина, говядина, апельсиновый сок, соевое масло, соевые бобы, соевая мука, сахар и пшеница.

⁵Эту группу входят бананы, ячмень, уголь, рыба, рыбная мука, арахис, бревна твердых пород дерева, пиломатериалы твердых пород дерева, кожевенное сырье, железная руда, баранина, оливковое масло, пальмовое масло, домашняя птица, рапсовое масло, рис, каучук, креветки, бревна мягких пород дерева, пиломатериалы мягких пород дерева, подсолнечное масло, чай, олово, уран и шерсть.

средняя панель). В действительности многие биржевые товары, для которых отсутствуют крупные фьючерсные биржи, такие как железная руда и рис, испытали большее повышение цен, чем биржевые товары, обращающиеся на крупных фьючерсных биржах, такие как золото и сырая нефть. Кроме того, простая перекрестная регрессия указывает на практически неизменную или несколько обратную взаимосвязь между изменениями цен и изменениями чистых длинных спекулятивных позиций⁶ в 2003 году (третий рисунок, верхняя панель).

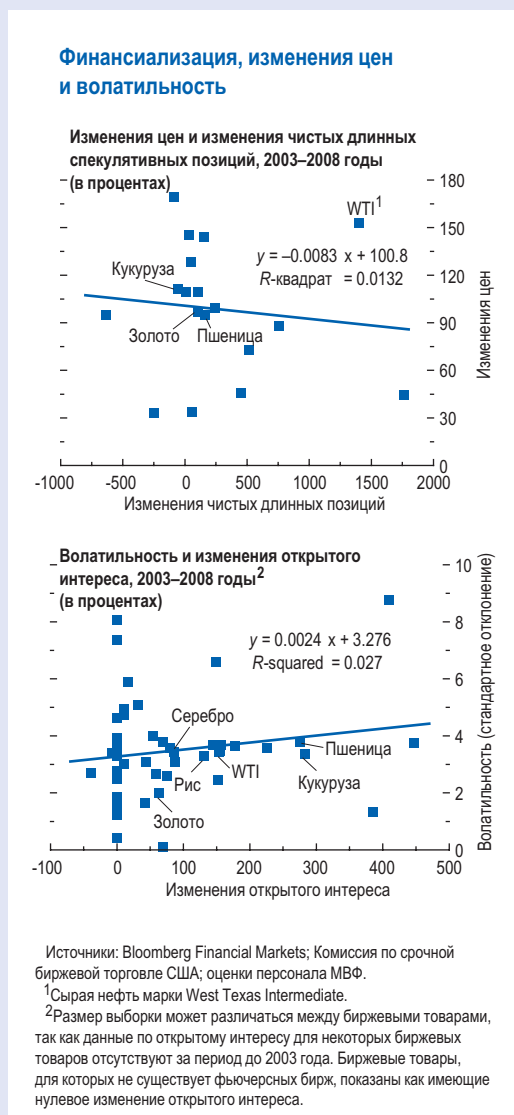
Волатильность цен

Для того чтобы определить, насколько возросшие финансовые инвестиции могли дестабилизировать рынки в результате усиления волатильности цен, для каждой группы были рассчитаны показатели волатильности цен (стандартного отклонения) за период до и после 2003 года (второй рисунок, нижняя панель). Результаты являются неоднозначными. Во-первых, волатильность цен на большинство биржевых товаров в группе А была выше после 2003 года, за важным исключением сырой нефти, в случае которой волатильность существенно уменьшилась, несмотря на большие объемы сделок. Во-вторых, волатильность цен на большинство биржевых товаров в группе В также возросла, несмотря на то что с ними не проводится широких финансовых сделок, что указывает на то, что повышение волатильности в группе А может отражать иные факторы, кроме использования биржевых товаров в качестве финансовых инструментов. Кроме того, было рассчитано простое перекрестное уравнение путем регрессии волатильности нормы прибыли к изменениям открытого интереса по фьючерсам с биржевыми товарами в период с 2003 по 2008 годы⁷. Полученные результаты указывают на наличие прямой, но слабой взаимосвязи между волатильностью нормы прибыли и степенью финансовализации, что позволя-

⁶В соответствии с классификацией фьючерсных позиций по типам трейдеров, принятой Комиссией по срочной биржевой торговле США, чистые некоммерческие фьючерсные позиции используются как показатель спекулятивных позиций на биржах фьючерсов с биржевыми товарами. Эти позиции определяются как чистое значение длинных и коротких позиций некоммерческих трейдеров.

⁷Открытый интерес, определяемый как общее число опционных и/или фьючерсных контрактов, которые не закрыты или доставка по которым не осуществлена, используется как замещающий параметр степени финансовализации.

Вставка 3.1 (окончание)



ет предположить, что волатильность цен может быть в большей степени связана с другими переменными, такими как жесткость рынка, уровень запасов или географические риски⁸ (третий рисунок, нижняя панель).

⁸ Авторы работы Haigh, Hranaiova, and Overdahl (2007) также не обнаружили сведений, указывающих на то, что возросшие операции хеджировочных фондов с биржевыми товарами привели к усилению волатильности цен.

Параллельная динамика цен

Для того чтобы определить, имело ли место усиление параллельной динамики цен на биржевые товары и цен на акции, была составлена регрессия еженедельной нормы прибыли по отдельным биржевым товарам для постоянной и «поясняющей» переменной, включая норму прибыли по другому биржевому товару в той же группе, норму прибыли по индексу всей группы (исключая конкретный рассматриваемый товар) или норму прибыли по биржевому индексу S&P 500. Степень параллельной динамики цен измеряется по квадрату смешанной корреляции R^2 . Как подсказывает интуиция, если параллельная динамика цен вызвана в основном инвестициями в биржевые товары, в особенности индексацией, R^2 для биржевых товаров группы А должен быть выше, чем для биржевых товаров группы В, и должен повышаться после 2003 года с ускорением финансиализации⁹.

Полученные результаты действительно указывают на возросшую параллельную динамику цен между некоторыми более биржевыми товарами, более интенсивно используемыми в качестве финансовых инструментов (см. таблицу). В целом биржевым товарам в группе А присуща большая параллельность динамики цен, чем биржевым товарам в группе В, как до, так и после 2003 года. Более того, в среднем параллельность динамики цен на товары в группе А усилилась в большей степени, чем на товары в группе В. В частности, существенно повысилась объясняющая способность нормы прибыли по золоту для нормы прибыли по другим товарам в группе А, увеличившись с приблизительно 2 процентов в 1997–2002 годах до более чем 20 процентов в 2003–2008 годах, что указывает на то, что направленность изменений цен на золото все больше совпадает с изменениями цен на другие биржевые товары в группе А. Однако объясняющая способность сырой нефти для других биржевых товаров в группе А существенно понизилась после 2003 года¹⁰. Наконец, норма прибыли по

⁹ Следует признать, что, учитывая взаимосвязи между биржевыми товарами (такие как замещение между производством и потреблением), их может косвенно влиять на группу В посредством группы А, даже если объем сделок с биржевыми товарами группы В невелик. Подробнее см., например, Adrangi and Chatrath (2006).

¹⁰ Однако если использовать ежемесячные данные, сырая нефть марки WTI обладает высокой объясня-

Параллельная динамика нормы прибыли (R-квадрат в процентах)¹

	Группа А													
	4 июля 1997 года – 27 декабря 2002 года							3 января 2003 года – 27 июня 2008 года ³						
	Нефть		Алюминий	Медь	Кукуруза	Пшеница	Группа А	Нефть		Алюминий	Медь	Кукуруза	Пшеница	Группа А
Золото	WTI	Золото						WTI						
Сырая нефть														
WTI	0,9							6,6*						
Алюминий	0,8	2,1						23,4*	4,8					
Медь	2,9	1,6	43,4					19,5*	3,5	34,6				
Кукуруза	1,1	0,1	0,2	0,0				3,4	0,1	1,6*	1,2			
Пшеница	0,5	0,5	0,3	0,5	40,6			4,7	0,5	1,0	1,9	23,1		
Группа А ²	2,3	7,2	0,5	40,1	2,5	36,5		21,0*	0,9*	2,5*	28,1*	0,0*	17,6	
S&P 500	0,0	0,6	0,2	0,2	0,0	0,3	0,5	0,1	0,1	0,6	0,8	0,7	0,1	0,0
Среднее	6,7							7,2						

	Группа В													
	4 июля 1997 года – 27 декабря 2002 года							3 января 2003 года – 27 июня 2008 года						
	Железная руда		Пальмовое масло		Рис	Олово	Группа В	Железная руда		Пальмовое масло		Рис	Олово	Группа В
Ячмень	Уголь	Ячмень	Уголь											
Уголь	0,0													
Железная руда														
Пальмовое масло														
масло	2,0	0,2	0,1					0,2	0,0	0,2				
Рис	0,0	0,1	0,0	0,0				0,0	0,2	0,1	0,4			
Олово	0,1	0,2	0,1	0,1	0,4			0,5	0,4	0,3	0,0	0,2		
Группа В ²	0,4	56,3	0,0	17,4	0,1	0,4		0,6	73,1*	0,1	0,0*	1,1	0,2	
S&P 500	0,9	1,0	0,3	0,1	0,4	0,0	1,4	0,7	2,7	0,0	0,4	0,1	0,8	2,3
Среднее	2,9							3,1						

Источники: Bloomberg Financial Markets; расчеты персонала МВФ.

¹Более высокое значение R-квадрата указывает на более сильную параллельность динамики. В двумерных регрессиях R-квадрат инвариантен к выбору переменных на левой и правой стороне. Например, регрессия золота по нефти WTI дает то же значение R-квадрата, что и регрессия нефти WTI по золоту.

²Исключая биржевой товар в рассматриваемом столбце.

³Звездочка указывает на структурный разрыв между двумя периодами согласно тесту Чоу на 5-процентном уровне значимости.

биржевым товарам в обеих группах, как представляется, не является тесно связанной с нормой прибыли по акциям ни в один из рассматриваемых периодов¹¹.

Резюмируя вышесказанное, хотя использование биржевых товаров в качестве финансо-

ющей способностью — свыше 30 процентов — для нормы прибыли по другим биржевым товарам в группе А, что отражает переложение стоимости энергии на более длительный временной горизонт.

¹¹В работе Buyuksahin, Naigh, and Robe (2008) также показывается, что взаимосвязь между нормой прибыли по биржевому товару, в который производятся инвестиции, и нормой прибыли по биржевым индексам США существенно не менялась за последние 15 лет.

вых инструментов (финансиализация) могло привести к усилению параллельной динамики цен на некоторые из них, в частности относительно золота, не было обнаружено очевидной системной связи ни с волатильностью цен, ни с их изменениями. Эти выводы согласуются с результатами недавних исследований в этой области, проведенных Комиссией по срочной биржевой торговле США и другими организациями. Таким образом, было обнаружено мало свидетельств того, что сделки, заключаемые на фьючерсных биржах, вели к росту цен или дестабилизации рынков биржевых товаров в первой половине 2008 года.

Таблица 3.1. Воздействие общих факторов на колебания цен биржевых товаров¹

(В процентах)

	1970–2008 (июнь)	Бумы		«Период великой умеренности» 1984–2008 (июнь)	«Период без нефтяных шоков» 1992–2002 (июнь)
		1972–1974	2003–2008 (июнь)		
Нефть	1,6	1,9	3,6	2,6	3,2
Металлы	37,9	29,6	34,5	27,7	63,7
Сельскохозяйственное сырье	23,9	1,3	21,8	13,0	12,5
Продовольствие	16,7	1,2	23,9	24,7	15,2
Мясо	8,3	0,5	26,7	9,7	6,8
Зерновые	18,9	1,7	11,9	22,8	12,4
Растительные масла и протеиновая мука	24,3	0,7	28,5	42,6	25,9
Другое продовольствие	7,8	3,0	24,5	6,9	5,2
Напитки	11,2	2,2	28,0	7,5	2,4

Источник: МВФ, Primary Commodities database; расчеты персонала МВФ.

¹Воздействие основано на первом основном компоненте логарифмического изменения цен 38 сырьевых товаров в реальном выражении (с поправкой на серийную корреляцию и стандартизацией).

²См. Kilian (2008).

они являются реальными активами, а потому их цены зависят не только от текущей рыночной конъюнктуры, но и от будущих ожиданий. В краткосрочной перспективе на такие ожидания могут влиять настроения и поведение инвесторов, которое может усилить краткосрочные колебания цен, как и на рынках других активов.

Продолжение текущего бума цен на биржевые товары зависит от степени, в которой сохранится нынешнее сочетание устойчивого спроса, низкого уровня товарно-материальных запасов и незадействованных производственных мощностей, и ограничений предложения. Есть признаки начала исчезновения некоторых элементов этой конфигурации. Перспективы замедления темпов роста мировой экономики в 2008–2009 годах, преодоление связанных с погодой ограничений предложения основных продовольственных культур и растущее предложение нефти вызвали некоторое снижение цен на биржевые товары с середины июля. Однако уровни товарно-материальных запасов и незадействованных производственных мощностей остаются низкими, экономический рост в крупных странах с формирующимся рынком не затормозился, и все еще действуют некоторые ограничения предложения, так что, если не наступит более серьезный спад мировой экономики, это, вероятно, ограничит степень дальнейшего снижения цен и обусловит изменчивость цен и в дальнейшем.

В рамках этой общей картины неодинаковы перспективы отдельных биржевых товаров. В принципе эти вариации между биржевыми то-

варами отражают различные характеристики (такие как пригодность биржевого товара для хранения или его относительная позиция на этапах производства) и то обстоятельство, что проблемы предложения и состояние запасов обычно специфичны для каждого биржевого товара. Роль общих факторов в колебаниях краткосрочных цен на биржевые товары обычно ограничена даже во время бумов, что выражается в больших расхождениях масштаба и сроков повышения цен (таблица 3.1). В свете вышесказанного теперь рассматривается эволюция и перспективы двух групп биржевых товаров, которые представляют наибольший интерес для перспектив мировой инфляции: нефти и продовольствия.

Приведет ли замедление темпов экономического роста к снижению цен на нефть?

К середине июля 2008 года цены на нефть значительно превысили предыдущие пики, превысив в реальном выражении прежний рекорд декабря 1979 года приблизительно на 30 процентов, но с тех пор снизились. Рост цен на нефть с начала 2007 года шел параллельно с заметным ужесточением рыночного равновесия в контексте низких буферных уровней (низкий уровень товарно-материальных запасов, дефицит незадействованных производственных мощностей). Производство ОПЕК на протяжении большей части 2007 года отставало от уровней 2006 года, и производство за пределами ОПЕК во второй половине 2007 года сократилось, тогда как мировой спрос на нефть продолжал

расти почти неизменными темпами. При такой большой нагрузке мощностей рынка нефти, относительно небольшие неожиданные колебания мирового предложения (или спроса) могут сильно повлиять на цены ввиду обычно крайне слабой реакции краткосрочной цены на спрос на нефть⁸. За последние полтора года влияние изменений мирового спроса на цены усиливалось из-за меньшего отражения во внутренних ценах в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах, что в еще большей степени ослабило и без того низкую краткосрочную эластичность мирового спроса на нефть по ценам⁹. К другим факторам относятся растущие риски перебоев в предложении в некоторых крупнейших производителях и геополитические соображения.

Усиливающиеся ожидания того, что среднесрочная конъюнктура рынка нефти останется напряженной, вероятно, были важным фактором повышения цен за последний год. Производственные мощности растут медленными темпами, и в последние годы их рост, как правило, не оправдывал ожиданий, особенно за пределами ОПЕК (рис. 3.4, верхняя часть)¹⁰. Сложился широкий консенсус, согласно которому наращивание производственных мощностей, необходимых для удовлетворения потребностей ожидаемой энер-

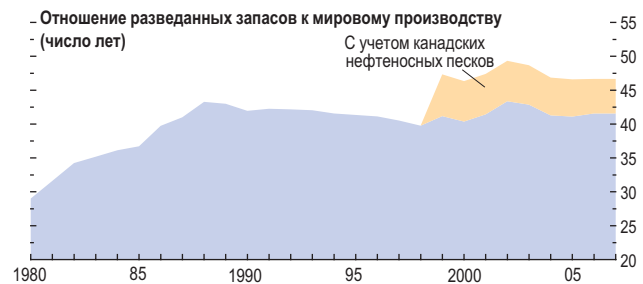
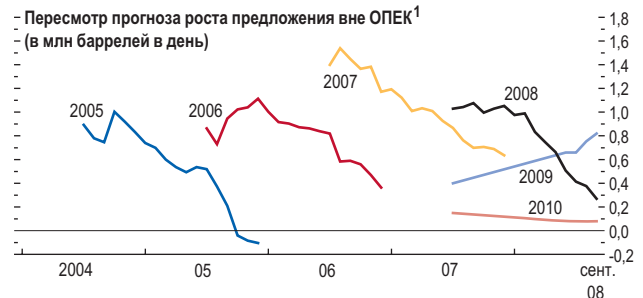
⁸Краткосрочная эластичность спроса на нефть по ценам обычно считается низкой. Министерство энергетики США (Costello, 2006) считает, что ее значения находятся в диапазоне от 0,01 до 0,04 (абсолютные значения), тогда как эластичность по доходам значительно выше. Точно так же, Hamilton (2008) сообщает о значениях эластичности от 0,03 до 0,07 (абсолютные значения), а значения от 0,03 до 0,08 указывались в сентябрьском выпуске «Перспектив развития мировой экономики» за 2005 год. В результате эффекты дохода играли более важную роль, чем цены в спросе на нефть. В простой модели спроса с экзогенным предложением, не учитывающей нелинейность низкого уровня коммерческих запасов и динамические соображения, такие значения эластичности по ценам означают, что сокращение производства нефти на 0,5 млн баррелей в день, приблизительно соответствующее сокращению предложения за пределами ОПЕК во второй половине 2007 года, должно вызвать повышение цен на 10–60 процентов (расчеты на основе данных о добыче за 2007 год). Если долгосрочная эластичность ценам выше, чем краткосрочная, повышение цен превзойдет их долгосрочное повышение в ответ на сокращение предложения.

⁹Потребители нефти во многих странах все больше отражаются от растущих цен мирового рынка. В выборке из 43 стран с формирующимся рынком и развивающихся стран, менее половины стран допустило полное отражение цен в 2007 году (по сравнению с тремя четвертями в 2006). См. IMF (2008b).

¹⁰Ограничения производственных мощностей последующих этапов производства (особенно нефтепереработки) также внесли вклад в повышение цен на нефть. Однако рассматриваемые здесь вопросы более долгосрочного предложения, в основном, относятся к инвестициям в нефтедобычу, где наиболее жестки долгосрочные ограничения.

Рисунок 3.4. Динамика предложения нефти

Производство нефти, которое последовательно не оправдывало ожидания за последние четыре года при высоких производственных издержках, вызвало беспокойство по поводу того, что напряженная конъюнктура рынка сохранится в течение некоторого времени несмотря на адекватные уровни резервов.



Источники: Bloomberg Financial Markets; *British Petroleum Statistical Review of World Energy* (2008); Goldman Sachs Global, Inc. Equity Group; Международное энергетическое агентство; Бюро статистики труда США; Министерство энергетики США; расчеты персонала МВФ.

¹Прогноз относится к среднему арифметическому значению Организации стран-экспортеров нефти (ОПЕК), Международного энергетического агентства и Управления по информации в области энергетики США во время составления прогноза.

²Предельные издержки — среднее значение производителей с самыми высокими издержками (или нижнего квартиля) на основе обследования зарегистрированных на фондовой бирже нефтяных компаний. Индекс цен производителей (ИЦП) по факторам производства нефти относится к средним невзвешенным значениям буровых нефтяных и газовых скважин, вспомогательной деятельности по эксплуатации нефти и газа, а также нефтепромыслового оборудования и механизмов.

гичной экспансии в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах, не ускорится из-за циклических, технологических и геологических ограничений, а также ограничений экономической политики¹¹. На практике вышеупомянутые лаги на создание новых мощностей стали длиннее, хотя возможность со временем добиться этого наращивания все еще не утрачена, что выражается в основном постоянном отношении достоверных запасов нефти к текущему производству, показателе долгосрочной дефицитности нефти (рис. 3.4, средняя часть). При этом создание новых мощностей будет обходиться гораздо дороже, чем в прошлом из-за стремительно растущих издержек добычи на минимально эффективных месторождениях, имеющих существенный постоянный компонент (рис. 3.4, нижняя часть).

Даже незначительное снижение ожидаемой траектории будущего роста предложения, вызванное усилением пессимизма, может подразумевать существенное повышение ожидаемых будущих цен, ввиду отмеченной выше относительно низкой эластичности спроса на нефть по ценам¹². Такие ожидания повышения цен должны выражаться в повышении спотовых цен в настоящее время. В противном случае у производителей был бы стимул к тому, чтобы не трогать запасы нефти в недрах, и у торговцев были бы стимулы к накоплению коммерческих запасов, которые можно было бы продать впоследствии по более высоким ценам. По этой причине некоторые наблюдатели называли недавнее повышение цен на нефть «ожидавшимся шоком предложения», то есть реакцией на ужесточение среднесрочной рыночной конъюнктуры (см. например, работу Clarida, 2007).

Какова же роль финансовых факторов? Спекуляции и финансовые инвестиции в биржевые товары часто упоминаются как факторы в недавних повышениях цен на нефть. При этом так много данных, которые бы четко указывали на систематическое влияние этих факторов на цены. Как приток инвестиций в энергетические и нефтяные фонды, так и чистые позиции некоммерческих инвесторов на рынке фьючерсов, например, достигли своих пиков в конце 2007 года и с тех

пор сократились. Тем не менее, сдвиги в настроении могут оказывать определенное влияние на динамику краткосрочных цен, особенно в отсутствие своевременной информации о мировой рыночной конъюнктуре. Кроме того, финансовая конъюнктура в последнее время, вероятно, оказала определенное повышательное давление. И ослабление доллара США, и снижение реальных ставок интервенции обычно вызывали повышение цен на нефть. Эти эффекты в основном краткосрочны и могут зашкаливать, но возможны и более долгосрочные эффекты в виде воздействия на материальный спрос на нефть и ее предложение¹³.

Цены на нефть в последнее время снизились под влиянием: 1) роста производства ОПЕК (в основном в Саудовской Аравии); 2) данных, указывающих на дальнейшее снижение спроса на нефть в США, которое, по всей видимости, отражает усиление реакции спроса на повышение цен и не только снижение доходов; 3) перспектив снижения темпов роста в других ведущих развитых экономиках; и 4) менее благоприятной финансовой конъюнктуры ввиду повышения курса доллара США. В будущем рост спроса на нефть, вероятно, замедлится при снижении темпов роста мировой экономики, прогнозируемых на вторую половину 2008 года и 2009 год. Если недавнее увеличение объема производства окажется устойчивым, краткосрочная рыночная конъюнктура окажется менее напряженной и поддержит снижение цен по сравнению с их недавними пиковыми значениями при возможной дальнейшей корректировке на снижение, если спад мировой экономики станет серьезнее или продолжится усиление реакции спроса на повышение цен в странах с развитой экономикой. Тем не менее, ограничения предложения и непрерывный устойчивый рост в странах с формирующимся рынком, вероятно, удержат цены на уровне, значительно превышающем уровень до бума, и цены будут по-прежнему подвержены колебаниям.

¹³Снижение эффективного курса доллара США может оказать повышательное давление на цены биржевых товаров по ряду каналов. Эмпирический анализ во вставке 1.4 в апрельском выпуске «Перспектив развития мировой экономики» за 2008 год показывает, что падение валюты на 1 процентный пункт повышает цены на нефть (в долларах США) более чем на 1 процентный пункт. Снижение краткосрочных реальных процентных ставок снижает издержки по хранению запасов и может стимулировать переход от инструментов денежного рынка к биржевым товарам и другим более доходным активам. См. Bordo (1980), Frankel (1986, 2006) и Akram (2008).

¹¹См. вставку 1.5, «Почему предложение нефти не отреагировало на повышение цен?» в апрельском выпуске «Перспектив развития мировой экономики» за 2008 год.

¹²Менее эластичная среднесрочная реакция предложения, вызванная удлинением лагов времени на строительство, также означает, что пересмотр на повышение ожидаемой траектории мирового спроса должен оказывать более сильное влияние на текущие спотовые цены.

Высокие цены на продовольствие отражают сочетание постоянных и временных факторов

Бум цен на продовольствие, начавшийся в середине 2006 года, усилился в первые четыре месяца 2008 года под влиянием, главным образом, роста цен на шесть основных продовольственных биржевых товаров: кукурузу, пшеницу, рис, соевые бобы и производные продукты, рапсовое масло и пальмовое масло. На эти биржевые товары вместе взятые приходится более 80 процентов роста индекса цен на продовольствие МВФ с начала 2006 года, несмотря на то, что их весовой коэффициент не превышает 40 процентов.

Снижение уровней мировых запасов этих продовольственных товаров за последние несколько лет стало важной предпосылкой скачков цен. Со стороны предложения наблюдалось снижение темпов роста доходности после середины 1980 годов, объяснявшееся отчасти снижением относительных цен и низкой нормой инвестирования (рис. 3.5, верхняя часть). Высокие уровни протекционизма в сельском хозяйстве в странах с развитой экономикой и смещение государственных расходов в развивающихся странах в направлении субсидий (вместо инвестирования в сельскохозяйственную инфраструктуру и исследования) способствовали этой тенденции¹⁴. Со стороны спроса наблюдался устойчивый рост потребления под влиянием быстрого роста доходов в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах (рис. 3.5, средняя часть)¹⁵.

Целью настоящего анализа является оценка относительных ролей ряда факторов предложения и спроса в объяснении повышения цен на эти шесть продовольственных товаров в 2006–2008 годы (рис. 3.5, нижняя часть). Оговоримся, что при этом мы исходим из простого анализа частичного равновесия и не учитываем повышательное воздействие на цены низкого уровня товарно-материальных запасов. Кроме того, при этом значительна неопределенность ввиду сложного взаимодействия между рынками и во времени¹⁶.

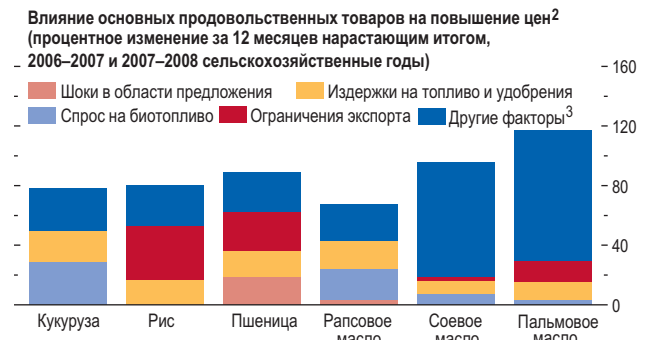
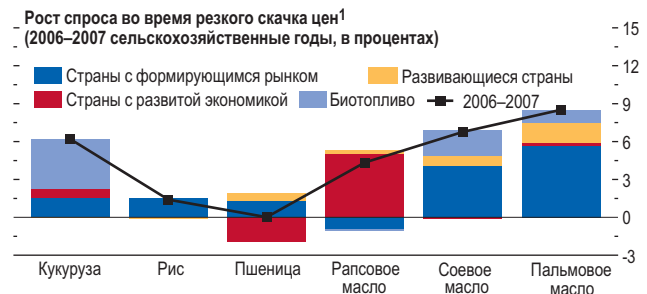
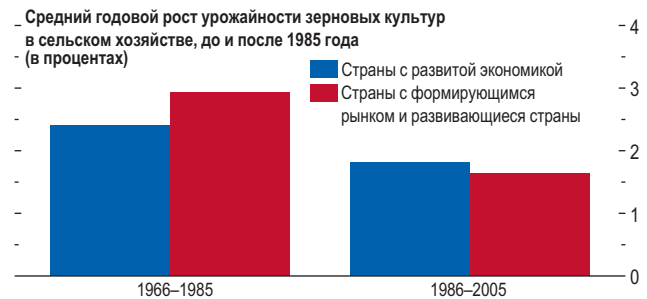
¹⁴В странах-членах ОЭСР медленно продвигается работа по сокращению совокупной поддержки за последние 20 лет, со снижением среднего трансферта сельскохозяйственным производителям как доли цены производителей сельскохозяйственной продукции с 37 процентов до 30 процентов в 2005 году. См. Всемирный банк (2007).

¹⁵Структура спроса также изменилась в пользу богатых белком продуктов, кормов и масел в соответствии с тенденциями потребления в развивающихся странах.

¹⁶Методология описана более подробно в приложении 3.2. Если нет других указаний, ссылки относятся к сельскохозяйственным годам (за сельскохозяйственный 2007 год принят период с середины 2007 до середины 2008 года).

Рисунок 3.5. Тренды цен основных продовольственных товаров

Недавний резкий скачок цен последовал за периодом снижения темпов роста урожайности зерновых при весьма медленном росте инвестиций в сельском хозяйстве. Рост спроса в последнее время, в основном со стороны стран с формирующимся рынком, переключился на соевое масло и пальмовое масло. Помимо роста производства биотоплива, резкий скачок цен отражает сочетание факторов.



Источники: Продовольственная и сельскохозяйственная организация; Министерство сельского хозяйства США; Всемирный банк (2007); расчеты персонала МВФ.

¹Рост спроса со стороны биотоплива не включается в расчеты по группам стран.

²См. детали расчетов в приложении 3.2.

³Включая вторичные эффекты и влияние замещения.

- *Шоки погодных условий.* Ряд связанных с погодными условиями шоков предложения в 2006 и 2007 году, происходящих в среднем не чаще одного раза в десять лет, резко уменьшил средние урожаи в течение двух лет. Сюда включается ущерб, нанесенный засухой, особенно урожаям пшеницы в Австралии, Восточной Европе и Северной Африке, которым по некоторым оценкам объясняется приблизительно 20 процентов повышения цен на пшеницу с 2006 года¹⁷. Влияние шоков погодных условий обычно носит временный характер; и действительно, площади, засеянные пшеницей в 2008 сельскохозяйственном году, резко увеличились под влиянием высоких цен в США (Trostle, 2008).
- *Производство биотоплива.* Быстро растущий спрос со стороны производителей биотоплива на кукурузу и некоторые растительные масла стал вторым фактором повышения цен на продовольствие. Производство биотоплива быстро росло под влиянием повышения цен на топливо, а также масштабных задач по биотопливу, государственных субсидий и тарифного протекционизма в ведущих странах с развитой экономикой. В частности, бурно росло производство этанола из кукурузы в Соединенных Штатах. Почти 30 процентов урожая кукурузы США было направлено на производство биотоплива в 2006–2007 году, и в 2008 году прогнозируется увеличение этой доли до 36 процентов. Несмотря на энергичную реакцию производства, дополнительным давлением со стороны спроса, по оценкам, объясняется приблизительно 25–35 процентов повышения мировых цен на кукурузу за этот период при данном диапазоне правдоподобных значений эластичности спроса по ценам. В будущем давление спроса из-за этанола, вероятно, будет оказывать все более сильное воздействие на цены на продовольствие, если политика не изменится. Значение влияния производства биотоплива на цену рапсового масла — основное исходное сырье для биодизельного топлива в Европе — с течением времени уменьшилось. В результате снижения субсидий ЕС наряду с пересмотром политики в отношении биотоплива и стремительно растущими ценами на растительное масло, многие заводы, производившие биодизельное топливо, стали убыточными, и спрос на рапсовое масло для производства биодизельного топлива в 2007 году сократился¹⁸. Кроме

- того, на рапсовое масло приходится лишь небольшая и снижающаяся доля рынка пищевых масел.
- *Отражение повышения цен на энергоносители.* Третий фактор относится к прямому отражению цен энергоносителей в ценах на продовольствие, на которое, по оценкам, пришлось приблизительно 20 процентов повышения цены шести биржевых товаров. Издержки сельскохозяйственного производства возросли в результате роста цен на удобрения почти в три раза и удвоения цен на топливо с середины 2006 года. Это особенно справедливо в случае кукурузы, рапсового масла и риса, производство которых отличается особой энергоемкостью.
 - *Торговая политика.* Более ограничительная торговая политика стала четвертым фактором, вызвавшим повышение цены на продовольствие. Растущее беспокойство по поводу внутренних последствий растущих цен на продовольствие побудило ряд ведущих стран-экспортеров продовольствия ввести ограничения на экспорт с середины 2007 года. Ограничения особенно сильно повлияли на цены на рис (ими объясняется приблизительно половина общего повышения цен на рис, согласно оценкам персонала МФВ), но также повлияли на цены на пшеницу и, в меньшей степени, пальмовое масло и соевое масло. Эти меры политики также привели к некоторому краткосрочному «зашкаливанию» цен, поскольку они, по сообщениям, вызвали паническую закупку и накопление запасов¹⁹. Многие из этих ограничений были впоследствии отменены, и некоторые страны разрешили использовать свои запасы. Отмена ограничений, скорее всего, продолжится при более благоприятных прогнозах урожая риса и пшеницы.
- В целом важнейшим прямым фактором повышения цен на продовольствие с 2006 года были растущие расходы на энергоносители, а торговые ограничения оказались, с небольшим отставанием, вторым по значению фактором. При этом непосредственным влиянием этих факторов не объясняются все наблюдавшиеся случаи роста цен затронутых сельскохозяйственных культур. Усиливающие друг друга косвенные эффекты, которые

для производства биодизельного топлива также расширилось за этот период, но все еще составляет только незначительную часть совокупного мирового использования (по расчетам, соответственно, 9 процентов и 3 процента в 2006 и 2008 году).

¹⁹Такие эффекты обычно имеют место на сегментированных мировых рынках, когда доля торговли в совокупном объеме производства невелика, как в случае риса, но они не учитываются в расчетах. См. FAO (2008).

¹⁷Более того, без рекордных урожаев соевых бобов, пшеницы и кукурузы в 2005 году скачок цен мог произойти раньше.

¹⁸Приблизительно 20 процентов мирового спроса на рапсовое масло в настоящее время идет на производство биодизельного топлива. Применение соевого и пальмового масла

Таблица 3.2. Отдельные показатели взаимных вторичных эффектов цен на основные продовольственные биржевые товары

	Кукуруза	Рис	Пшеница	Соевое масло	Рапсовое масло	Пальмовое масло
Расчетное процентное изменение цены, вытекающее из повышения на 1 процент цены продовольствия, используемого для производства биотоплива ¹						
Кукуруза	1,00	0,23	0,19	0,78	—	—
Рапсовое масло	—	—	0,62	1,19	1,00	—
Статистика совпадения циклического совместного движения ²						
С кукурузой (янв. 1957 – май 2008)	100**	82**	61*	71**	74**	66**
С рапсовым маслом (янв. 1980 – май 2008)	74**	76**	46	82**	100**	78**
Справочные статьи (2007 сельскохозяйственный год)						
Доля экспорта в мировом производстве	13	6	18	29	10	72
Доля топлива и удобрений в общих издержках производства ³	32	30	25	12	30	14

Источники: Министерство сельского хозяйства США (2008); онлайн-база данных Продовольственной и сельскохозяйственной организации, FAOSTAT; Fedepalma (2008); North Carolina Solar Center (2006); расчеты персонала МВФ (см. подробно в приложении 3.2).

¹Получено из составной оценки эластичностей замещения.

²Статистика совпадения измеряет долю времени, в течение которого цены двух биржевых товаров находятся в одной и той же фазе, в диапазоне от 0 до 100. Высокое значение подразумевает, что их циклы в большей степени синхронизированы, указывая на высокую степень взаимозаменяемости двух биржевых товаров (Cashin, McDermott, and Scott, 1999). * обозначает уровень значимости 10 процентов; ** — уровень значимости 5 процентов.

³Издержки производства соевого и рапсового масла относятся к соответствующей сельскохозяйственной культуре. Доля топлива, использованного для перевозок, не включается.

действуют, в основном, через каналы замещения предложения и спроса, также внесли свой вклад. В таблице 3.2 проиллюстрированы вторичные эффекты повышения цен на кукурузу и рапсовое масло (производственных ресурсов для биотоплива) с применением перекрестной эластичности спроса и предложения по ценам. Результаты показывают, что эти эффекты особенно важны при объяснении повышения цен на соевые бобы и производную продукцию: повышение цен на кукурузу на 1 процент, при прочих неизменных условиях, повышает цены на соевые бобы приблизительно на три четверти процента, по мере того как фермеры заменяют посевные площади соевых бобов кукурузой и потребители переходят с кукурузы на соевую муку²⁰. Если предположить, что рост цен на кукурузу не связан с ростом цен на другие ведущие продовольственные товары, косвенным воздействием повышения цен на кукурузу объяснялось бы приблизительно 60 процентов повышения цен на соевые бобы и приблизительно 20 процентов роста цен на рис и пшеницу.

²⁰Потребители в этом случае относятся, главным образом, к производителям мяса и птицы, использующим кукурузную и соевую муку как корм для животных.

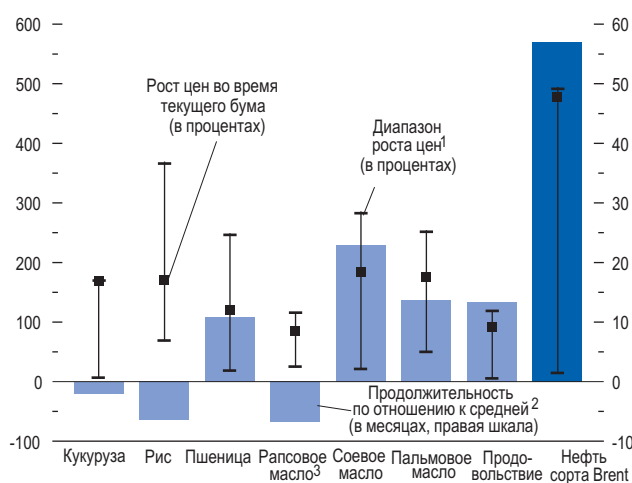
Устранение связанных с погодными условиями сбоя предложения в текущем сельскохозяйственном году и отмена ограничений на экспорт уже привели к некоторому снижению цен на продовольствие. При этом давление на цены на продовольствие со стороны повысившихся цен на нефть и дальнейшего роста производства биотоплива, вероятно, будет и впредь ограничивать степень снижения, и низкий уровень запасов будет по-прежнему способствовать изменчивости цен. Более того, в силу этих более постоянных факторов длительность текущего бума уже превысила длительность среднего бума цен на продовольствие на 12 месяцев (рис. 3.6).

Шоки цен на биржевые товары и инфляция

Возможна ли значительная корректировка относительных цен, подразумеваемая недавними скачками цен на биржевые товары, без повышения основной инфляции? Основным поводом для беспокойства была возможность выхода инфляционных ожиданий из-под контроля во время длительного периода высокого общего уровня инфляции после резкого скачка цен на бирже-

Рисунок 3.6. Продолжительность и масштабы циклов динамики цен на продовольствие и нефть

Продолжительность текущего бума уже превосходит среднюю продолжительность большинства бумов цен на продовольствие и нефть. При этом, за исключением нефти и кукурузы, повышение цен не относится к исключительно высоким.



Источник: расчеты персонала МВФ.

¹ Диапазон роста цен во время фаз от низшей до высшей точки цикла с января 1957 года до июня 2008 года.

² Месяцы повышения цены в рамках цикла по сравнению со средним значением предыдущих циклов.

³ Начало рядов цен на рапсовое масло относится к январю 1980 года.

вые товары²¹. Это опасение следует рассматривать в общем контексте контраста между поведением цен на биржевые товары во время двух важных эпизодов новейшей истории. Во время «великой умеренности» — длительного периода низких и снижавшихся темпов инфляции с 1990 годов до недавнего прошлого — изменения в ценах на биржевые товары были относительно умеренными и временными, тогда как во время «великой инфляции» — 1970 годов — эти шоки были сильными и устойчивыми, как и в настоящем периоде²².

Беспокойство по поводу ценовых эффектов второго порядка не утрачивает актуальности несмотря на недавнее снижение мировых цен на биржевые товары, поскольку внутреннее давление на цены скорее всего сохранится в течение некоторого времени в результате продолжающейся передачи воздействия предыдущих повышений цен на биржевые товары и устойчивого давления, связанного с перегревом во многих странах с формирующимся рынком. В настоящем разделе рассматриваются связи между ценами на биржевые товары и инфляцией с течением времени и в большой выборке стран. В главе выделяется связь рисков для перспектив уровня инфляции с доверием, которым пользуется денежно-кредитная политика, то есть ее способностью действительно контролировать ожидания — с масштабом и устойчивостью шоков цен на биржевые товары и структурными факторами.

Сначала рассматриваются текущие события, резкое повышение общего уровня инфля-

²¹ Хотя сдвиги относительных цен обычно не ведут к устойчивым изменениям общего уровня цен, сильные и устойчивые временные шоки, особенно цен на товары первой необходимости, могут высвободить из под контроля инфляционные ожидания и перейти в основную инфляцию. Более строгое освещение связи между изменениями относительных цен и общим уровнем инфляции см. в работах Ball and Mankiw (1995) и Sims (2003).

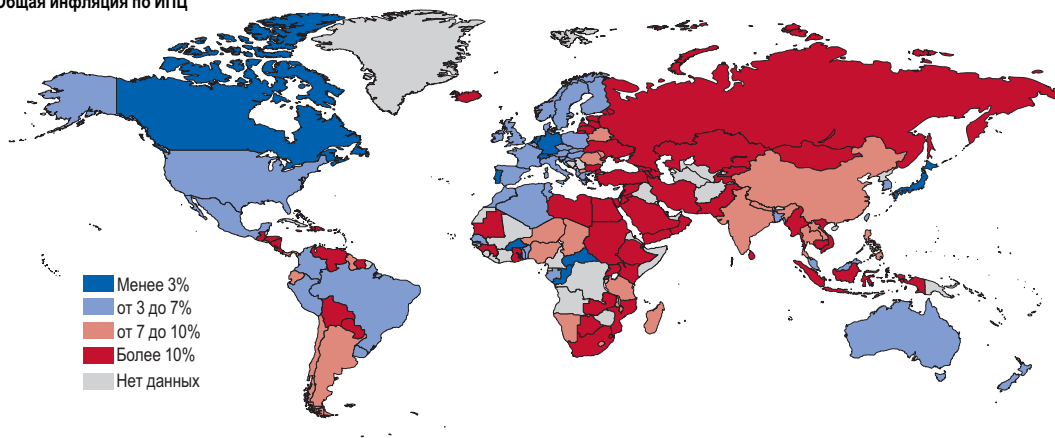
²² Растет объем литературы, посвященной причинам «великой умеренности». Например, Gerlach et al. (готовится к печати) объясняют «великую умеренность», главным образом, совершенствованием денежно-кредитной политики. Роль глобализации не так ясна. Снижающиеся цены на продукцию обрабатывающей промышленности под влиянием быстрого роста производительности в результате интеграции массовой неполностью использованной рабочей силы в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах помогли снизить издержки процесса снижения инфляции. Однако в последнее время большой спрос на биржевые товары усилил ценовое давление. Наблюдающееся сглаживание кривой Филлипса (отмеченное в главе 3 апрельского выпуска «Перспектив развития мировой экономики» за 2006 год), возможно, связано с мировой конкуренцией, но может отражать и совершенствование денежно-кредитного регулирования.

Рисунок 3.7. Инфляция в мире¹

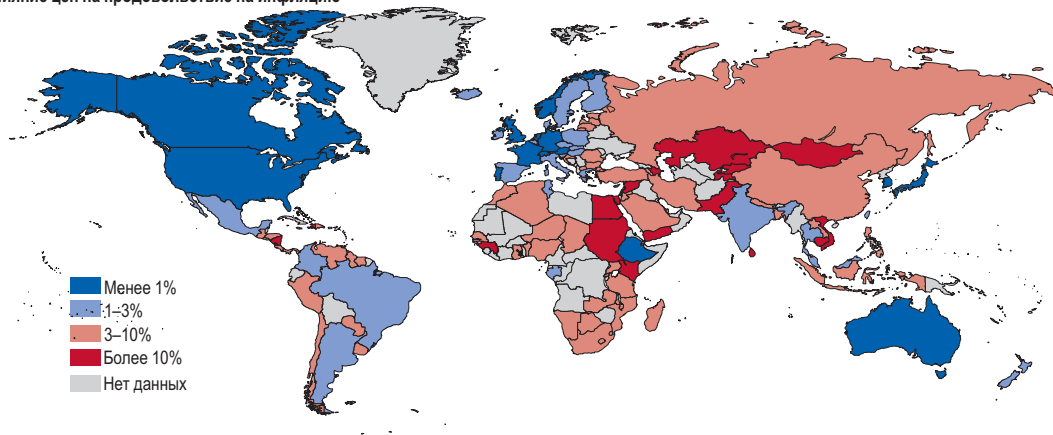
(Процентное изменение во II кв. 2008 года ко II кв. 2007 года)

Общий уровень инфляции повышается, особенно в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах, в которых роль цен на продовольствие особенно важна. Влияние цен на энергоносители менее значительно; оно ощущается сильнее в странах с развитой экономикой.

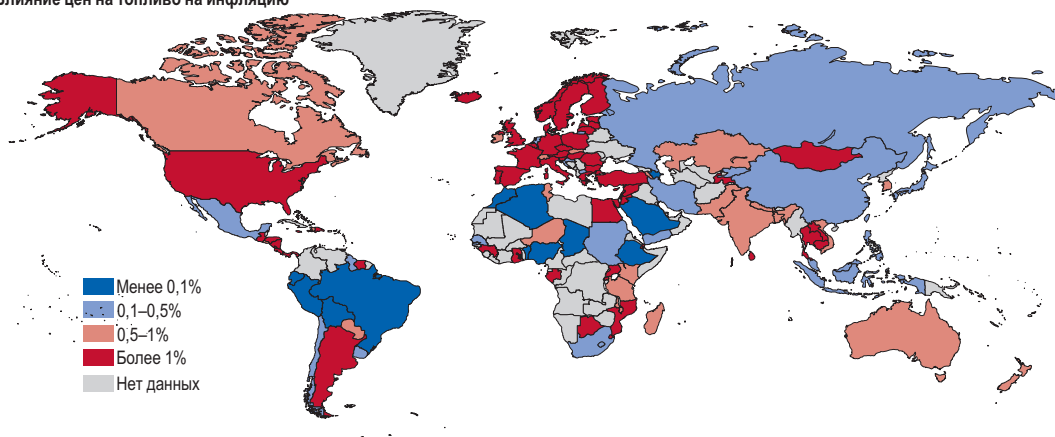
Общая инфляция по ИПЦ



Влияние цен на продовольствие на инфляцию



Влияние цен на топливо на инфляцию



Источник: расчеты персонала МВФ.

¹Влияние цен на продовольствие и топливо рассчитаны как, соответственно, рост цен на продовольствие и топливо, умноженный на соответствующий весовой коэффициент в индексе потребительских цен (ИПЦ).

Рисунок 3.8. Изменения в мировых и внутренних ценах на биржевые товары и общий уровень инфляции

(Изменения по сравнению с предыдущим годом, в процентах)

Значительные изменения в ценах на биржевые товары характеризовали 1970-е годы, когда в странах с развитой экономикой господствовала инфляция. По сравнению с теми временами недавние колебания цен были умеренными, хотя в последние месяцы ускорился рост внутренних цен на продовольствие в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах, и внутренние цены на энергоносители резко повысились в странах с развитой экономикой, в то время как инфляция повысилась во всем мире.



Источники: база данных МВФ о ценах на сырье; расчеты персонала МВФ.
¹Международные цены на продовольствие и топливо переведены в национальную валюту. Индексы цен на продовольствие и топливо в 1970-е годы включают более узкий набор биржевых товаров ввиду ограниченности данных.

ции в последние месяцы во многом объясняется ростом цен на биржевые товары за последние полтора года, при особенно важной роли цен на продовольствие в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах (рис. 3.7). По сравнению с ними вклад цен на энергоносители был умеренным, при этом эффекты были более значительными в странах с развитой экономикой. Более того, внутренние цены на продовольствие повысились в основном в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах, тогда как цены на энергоносители подскочили главным образом в странах с развитой экономикой (рис. 3.8)²³. При этом до сих пор основная или базовая инфляция оставалась в целом стабильной в странах с развитой экономикой, хотя значительно возросла в остальном мире, как отмечается в главе 1 (см. рис. 1.3)²⁴. Инфляционные ожидания также начали усиливаться, особенно в странах с формирующимся рынком, в которых повышается зарплата при обычно ограниченных рынках труда.

Какие факторы могут повлиять на степень отражения мировых цен биржевых товаров во внутренних розничных ценах продовольствия и топлива? Во-первых, поскольку внутренние цены выражены в национальной валюте, тогда как мировые цены обычно выражаются в долларах, колебания обменных курсов могут усиливать или смягчать влияние изменений мировых цен на цены

²³В разных странах цены на продовольствие и топливо отражаются в индексах потребительских цен по-разному, особенно в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах. В разных странах для измерения инфляции продовольствия используются разные продовольственные корзины, в некоторых странах включаются напитки и табачные изделия наряду с продовольственными товарами, в других странах используются более узкие определения, включающие свежие, но не переработанные продукты питания. Вопросы измерения стоят еще острее в случае цен на топливо: определения топливной составляющей индекса потребительских цен (ИПЦ) варьируются от цен на бензин до цен на коммунальные услуги для населения.

²⁴Измерить базовую инфляцию нелегко. В теории базовой инфляцией по определению считается базовая или устойчивая часть инфляции, которая дает представление о будущей инфляции, хотя в точных ее определениях есть расхождения (см., например, работы Eckstein, 1981; и Bryan and Cecchetti, 1994). На практике базовая инфляция обычно измеряется при помощи ИПЦ, не включающего цены на продовольствие и энергоносители, или их наиболее изменчивые компоненты, но в разных странах используются разные показатели. Различия в измерении базовой инфляции обычно особенно велики среди стран с формирующимся рынком и развивающихся стран, в случае которых заключения об основной инфляции следует делать осторожно.

Вставка 3.2. Ответные меры налогово-бюджетной политики на недавнее повышение цен на биржевые товары: оценка

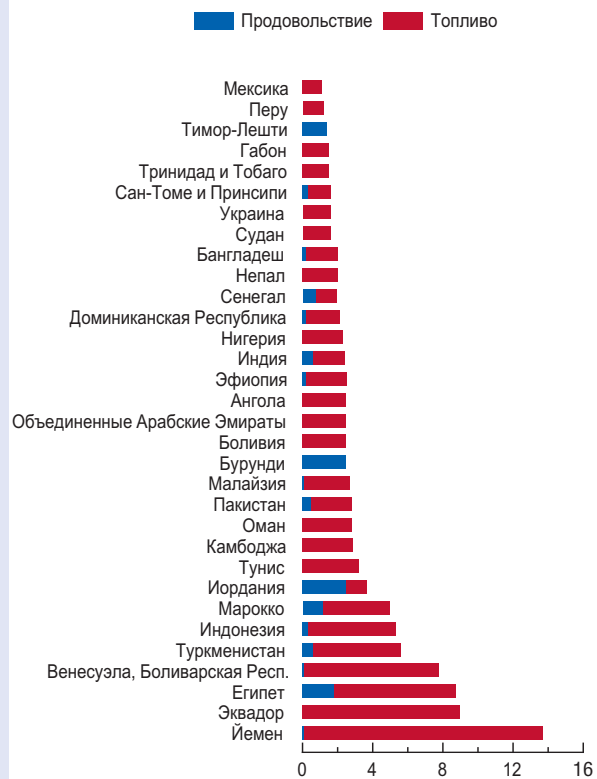
Резкое повышение цен на продовольствие и энергоносители вызвало широкий ряд ответных мер со стороны налогово-бюджетной политики во всем мире, направленных на смягчение последствий для внутренней экономики. Эти меры резюмируются в данной вставке, в которой также обсуждается их эффективность в плане уменьшения воздействия повышения цен на биржевые товары на бедное население, а также более широкие макроэкономические последствия их применения.

В рамках одного из недавно проведенных обследований МВФ была собрана информация о мерах налогово-бюджетной политики, принимаемых в ответ на повышение международных цен, в 161 стране (IMF, 2008b). В этом обследовании были сделаны, в частности, следующие выводы.

- Меры, основанные на расходной части бюджета, шире используются в отношении топлива, в то время как меры, основанные на доходной части бюджета, доминировали, когда дело касалось продовольствия. Свыше четверти стран, охваченных обследованием, увеличили субсидирование топлива, и приблизительно в одной пятой из числа всех стран были сокращены налоги на топливо. Субсидирование топлива достигло высокого уровня во многих странах в этом году, превысив 5 процентов ВВП в Боливарианской Республике Венесуэла, Египте, Йеменской Республике, Туркменистане и Эквадоре. В случае продовольствия отмечается почти противоположная картина: свыше половины стран снизили налоги на продовольствие и менее одной пятой увеличили субсидирование продовольствия.
- Страны-экспортеры использовали как налоговые меры, так и инструменты регулирования, чтобы ограничить рост внутренних цен на продовольствие. Эти меры включали повышение налогов на экспорт, введение экспортных квот и даже установление прямого запрета на экспорт некоторой продукции. В частности, запреты и налоги на экспорт применялись ключевыми экспортерами зерновых, включая Аргентину, Вьетнам, Китай, Индию, Казахстан и Украину. Однако в последнее время некоторые крупные экспортеры начали ослаблять некоторые ограничения на экспорт. Вьетнам и Казахстан недавно решили не продлевать запретов на

Основным автором данной вставки является Дэйвид Коади.

Универсальные субсидии, 2008 год¹ (В процентах ВВП)



Источник: IMF Fiscal Survey.

¹В случае стран, для которых показаны только субсидии продовольствия или топлива, данные по другому виду субсидий отсутствуют.

экспорт, соответственно, риса и пшеницы, а Украина увеличила квоту на экспорт пшеницы.

- Около четверти охваченных обследованием стран недавно увеличили финансирование более адресных программ трансфертов, а 15 стран, действуя отчасти в ответ на повышение цен, увеличили заработную плату в государственном секторе и пенсии.

Общая бюджетная стоимость этих мер была существенной; среднее увеличение бюджетных издержек в годовом исчислении в странах, вошедших в обследование, в 2007–2008 годах составило 0,7 процента ВВП. Приблизительно в чет-

Вставка 3.2 (окончание)

верти стран бюджетные издержки превысили 1 процент ВВП, и большая часть их увеличения пришлось на более высокие универсальные субсидии на продовольствие и топливо. К 2008 году совокупные бюджетные затраты на такие универсальные субсидии превратились в значительное бремя для бюджета многих стран, в особенности субсидии на топливо. Например, в настоящее время на долю этих субсидий приходится, по крайней мере, 5 процентов ВВП семи стран и не меньше 2 процентов ВВП еще 17 стран (см. рисунок).

Частично эти меры были приняты потому, что повышение цен на продовольствие и топливо, по-видимому, наиболее болезненно сказывается на бедных. В целом бремя повышения цен на продовольствие обычно является высоко регрессивным, но бремя более высоких цен на топливо зависит от вида топлива. Так, в одном из недавних исследований МВФ¹ был сделан вывод о том, что повышение вдвое цен на рис ведет к 12-процентному понижению реальных доходов населения, относящегося к квинтилю наиболее бедных, против 5-процентного понижения в случае квинтиля наиболее богатых. Напротив, в то время как удвоение всех цен на топливо приводит к приблизительно 10-процентному уменьшению доходов населения во всех группах дохода, воздействие повышения цен на бензин является примерно пропорциональным, а воздействие повышения цен на керосин является высоко регрессивным.

Применение универсальных ценовых субсидий является дорогостоящим для бюджета подходом к защите благосостояния бедных домашних хозяйств. Это связано с тем, что высокую долю выгод от низких цен на продовольствие и топливо получает население в группах высокого дохода, на что

¹В документе IMF (2008a) анализируется случай Сенегала, а в работе Coady and others (2006) приводятся сведения по Боливии, Гане, Иордании, Мали и Шри-Ланке.

указывает большая доля потребления, приходящаяся на эти группы. Например, в исследованиях МВФ было обнаружено, что порядка 64 процентов субсидии на рис было получено верхними тремя квинтилями по доходу (IMF, 2008b); соответствующие доли для субсидий на керосин и бензин составили, соответственно, 55 процентов и 92 процента (Coady et al, 2006). Переход на более адресные меры уменьшения последствий позволяет существенно снизить соответствующие затраты при оказании более эффективной помощи слоям населения, наиболее затронутым ростом цен.

Кроме того, неполный перенос международных цен на внутренние цены на биржевые товары искажает стимулы для внутренних потребителей и производителей и, в конечном итоге, усиливает глобальное давление на цены. В частности, снижение налогов и повышение субсидий ведет к уменьшению воздействия более высоких международных цен на биржевые товары на спрос, а введение налогов и квот на экспорт уменьшает выгоды экспортеров от более высоких цен и, таким образом, ограничивает реакцию предложения, которая со временем помогла бы снизить цены. Необходимость финансирования высоких затрат бюджета на субсидии, в конечном итоге, потребует либо их отмены, либо повышения налогов, а следовательно и цен, на другие товары и услуги. Это может также привести к усилению общего инфляционного давления, если возникший дефицит будет монетизирован или если он вызовет чрезмерное увеличение государственного долга. По этим причинам широкие налогово-бюджетные интервенции, проводимые большим числом стран, не служат жизнеспособной альтернативой надлежащей ответной денежно-кредитной политики, направленной на поддержание макроэкономической стабильности перед лицом колебаний цен на биржевые товары.

внутренние²⁵. Во-вторых, многие страны взимают налоги с определенных биржевых товаров или субсидируют эти товары, особенно топливные, что, опять же, может усиливать или ослаблять воздей-

ствие (вставка 3.2)²⁶. В-третьих, важна степень интеграции внутренней экономики с междуна-

²⁵ De Gregorio, Landerretche, and Neilson (2007) утверждают, что прошлые нефтяные шоки часто сопровождалось ослаблением валют, которое, возможно, усилило их отражение во внутренних ценах, тогда как ослабление валют стало более редким в последние несколько лет и во многих странах на практике произошло укрепление валюты, которое, возможно, смягчило воздействие роста цен.

²⁶Ряд стран с формирующимся рынком и развивающихся стран полагаются на субсидии энергоносителей для ограничения последствий шоков мировых цен на энергоносители внутри страны. Это, однако, может быть связано с большими бюджетными расходами, особенно во время значительного давления со стороны мировых цен (См. IMF, 2008b). Действительно, растущие бюджетные расходы вынудили ряд стран отменить некоторые из этих субсидий. Кроме того, связанная с этим бюджетная экспансия и потребности в финансировании последующих дефицитов государственных финансов могут сами по себе привести к инфляции (Sargent and Wallace, 1985).

родными рынками биржевых товаров, поскольку на более изолированных рынках конъюнктура внутреннего предложения может оказаться сильнее роли изменений в мировых ценах (например, для определенных сельскохозяйственных культур). В-четвертых, структура издержек внутреннего производства играет весьма важную роль в степени и сроках передачи воздействия на розничные цены, поскольку на издержки, связанные с оплатой труда, транспортом и розничной торговлей, приходится значительная часть конечной цены многих продовольственных товаров, особенно в странах с развитой экономикой, и издержки, связанные с собственно биржевыми товарами, могут быть сравнительно небольшими²⁷.

Воздействие изменений внутренних цен на продовольствие и топливо на общий уровень инфляции бывает как прямым, так и косвенным. Прямое воздействие на общий уровень инфляции (эффекты первого порядка) определяется весами этих биржевых товаров в потребительской корзине. Несмотря на силу их воздействия во многих — особенно бедных — странах, они со временем утрачивают значение, как только передается воздействие изменений мировых цен, если они не влияют на основную или базовую инфляцию²⁸. Такие косвенные ценовые эффекты (второго порядка) в отношении базовой инфляции зависят от степени, в которой утрачивается контроль над ожиданиями будущей инфляции, и работники начинают выдвигать требования о повышении заработной платы²⁹. Это отчасти связано с относительными

²⁷Изменения во внутренних издержках, связанных с оплатой труда и перевозок, варьируются и могут как компенсировать, так и усиливать давление со стороны изменения цен на биржевые товары. Например, в странах с развитой экономикой наблюдается тенденция снижения издержек, связанных с оплатой труда, за последние несколько десятилетий, отчасти в результате расширения доступа к мировому пулу рабочей силы (см. работу Jaumotte and Tytell, 2007). Это, возможно, помогло компенсировать рост издержек, связанных с оплатой потребления энергии и материалов, в последние годы.

²⁸На самом деле, эти эффекты редко сказываются сразу, поскольку для передачи воздействия шоков цен биржевых товаров на конечные розничные цены может потребоваться немало времени. Например, согласно оценке, произведенной в работе Rigobon (2008), для передачи воздействия шоков цен на нефть обычно требуется 9–12 месяцев, а шоков цен на продовольствие — до 30 месяцев.

²⁹В прошлом риск спираль «зарплата–цены» усугублялся во многих странах индексацией заработной платы, когда зарплата индексировалась по прошлой инфляции, что привносило дополнительный фактор устойчивости инфляции. Системы индексации были, однако, перестроены за последние десятилетия, что ослабило инфляционные эффекты. При этом трудно количественно определить роль индексации ввиду разницы в методах установления

масштабами эффектов спроса и предложения, вызванными сдвигами цен на биржевые товары. С одной стороны, повышение цен на продовольствие и энергоносители увеличивает издержки и может снизить производительность — отрицательный эффект предложения, оказывающий повышательное давление на инфляцию. С другой стороны, оно может привести к переориентации расходов с других товаров и услуг — отрицательный эффект спроса, вызывающий снижение инфляции. Несмотря на то что эффект предложения обычно сильнее, соотношение двух эффектов несколько неопределенно, особенно в случае стран — чистых импортеров биржевых товаров. В странах — чистых экспортерах биржевых товаров бум цен на биржевые товары обычно повышает совокупный спрос и усиливает инфляционное давление, хотя корректировки обменного курса могут смягчить этот эффект.

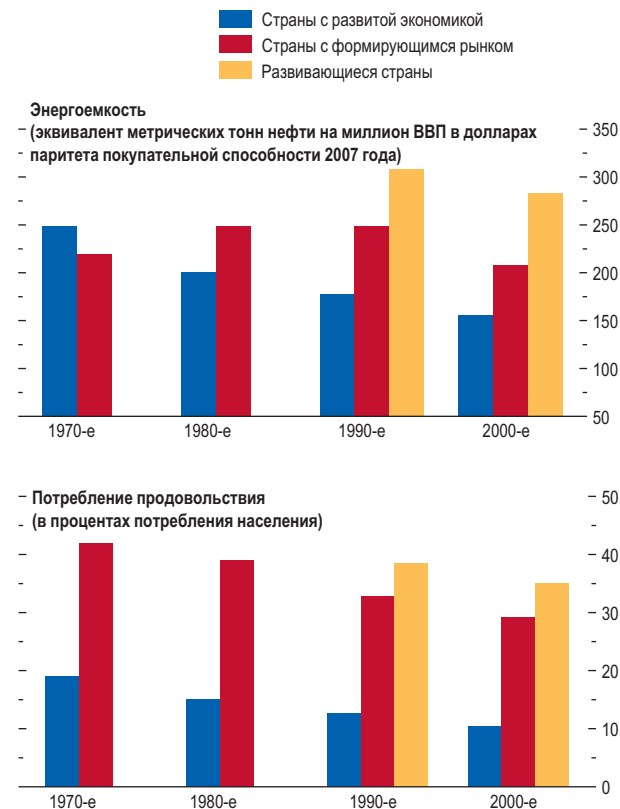
Какие факторы влияют на уязвимость экономики к рискам инфляции, связанным с изменениями цен на биржевые товары? В целом, эти факторы можно разделить на структурные и связанные с экономической политикой. Основным структурным фактором является материалоемкость. Так, энергоемкость, измеряемая как потребление энергии на единицу реального ВВП, в странах с развитой экономикой снизилась приблизительно на 40 процентов с 1970-х годов. По сравнению с ними страны с формирующимся рынком и особенно развивающиеся страны отличаются заметно большей энергоемкостью (рис. 3.9)³⁰. Разница между этими двумя группами в потреблении продовольствия еще значительнее. На продовольствие приходится более трети потребления населения в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах, тогда как его доля составляет от немногим более 10 процентов до почти 80 процентов в некоторых развивающихся странах. В отличие от них в странах с развитой экономикой на продовольствие приходится всего одна десятая потребления населения (уменьшившись наполовину с 1970-х годов), и доля затрат на сырье в совокупных издержках значительно меньше.

зарплаты в разных странах. В некоторых странах — особенно при уже ограниченных рынках труда — индексация трансфертного дохода может косвенно повлиять на переговоры о зарплате и усилить риски инфляции. Кроме того, в ряде стран зарплата в государственном секторе корректируется на повышение цен на продовольствие и энергоносители, что может способствовать раскручиванию спирали «зарплата–цены».

³⁰Энергоемкость в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах повышается при оценке ВВП по рыночному обменному курсам.

Рисунок 3.9. Относительное значение продовольствия и энергоносителей

Несмотря на сложившийся тренд на снижение относительной важности потребления энергоносителей и продовольствия в целом, страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны как более энергоемки, так и в большей степени зависят от потребления продовольствия, чем страны с развитой экономикой.



Источники: *British Petroleum Statistical Review of World Energy* (2008); Национальные счета ООН; Министерство сельского хозяйства США; расчеты персонала МВФ.

Среди связанных с экономической политической факторов, влияющих на уязвимость экономики к инфляционному воздействию шока цен на биржевые товары, выделяется доверие к денежно-кредитной политике. Качество денежно-кредитного регулирования — представительной переменной которого служит индекс автономии центрального банка³¹ — повысилось во всем мире, но остается на более низком уровне в странах с формирующимся рынком и особенно развивающихся странах по сравнению со странами с развитой экономикой (рис. 3.10). В более 80 процентах стран с формирующимся рынком и развивающихся стран действуют строго регулируемые валютные режимы, что резко отличает их от стран с развитой экономикой, подавляющее большинство которых использует плавающий обменный курс³². Несмотря на то что привязка обменного курса помогла многим странам с формирующимся рынком и развивающимся странам контролировать инфляционные ожидания в прошлом, она ограничивает ответные меры денежно-кредитной политики, особенно когда страны с развитой экономикой и остальные страны сталкиваются с резко отличающимися фазами цикла. Диссонанс между динамичными уровнями активности и адаптивным курсом политики, характеризующими в настоящее время страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны, бросается в глаза и напоминает о ситуации в странах с развитой экономикой во время «великой инфляции» 1970-х годов.

Оценка потенциальных ценовых эффектов второго порядка изменений в ценах на продовольствие и топливо и их увязка со структурными характеристиками и характеристиками экономической политики разных стран были произведены при помощи двух связанных друг с другом эконометрических моделей. Первая связывает базовую инфляцию с изменениями в ценах на продовольствие и топливо с учетом изменений в разрыве между фактическим и потенциальным объемом производства (кривая Филлипса)³³. Она основа-

³¹Этот индекс отражает способность центрального банка проводить независимую денежно-кредитную политику и основан на работе Arnone et al. (2007).

³²Это сравнение основано на обновленной классификации валютных режимов в работе Reinhart and Rogoff (2004). К негибким валютным режимам относятся все привязки и коридоры обменного курса «де-юре» и «де-факто», не включаются валютные союзы. См. также работу Ilzetzki, Reinhart, and Rogoff (готовится к печати).

³³См. в работе Blanchard and Galí (2007) анализ передачи воздействия цен на нефть в индустриальных странах. Авторы работы De Gregorio, Landerretche, and Neilson (2007)

на на расчетах по отдельным странам в течение относительно длительного периода и позволяет сравнить текущие события с событиями времен «великой инфляции» 1970-х годов. Вторая модель непосредственно связывает изменения ожидаемой инфляции с изменениями в фактическом общем уровне инфляции и разбивает последний на базовую инфляцию и изменения в темпах роста внутренних цен на продовольствие и топливо³⁴. Эта модель основана на группе стран с развитой экономикой и с формирующимся рынком и позволяет сравнивать показатели в зависимости от структурных характеристик этих стран и характеристик их экономической политики за последние годы.

Первое множество расчетных оценок показывает, что передача воздействия мировых цен продовольствия на внутренние цены и внутренних цен продовольствия — на базовую инфляцию в странах с формирующимся рынком сопоставима с событиями в странах с развитой экономикой 1970-х годов и намного сильнее, чем передача воздействия, наблюдавшаяся в странах с развитой экономикой в последнее время (рис. 3.11)³⁵.

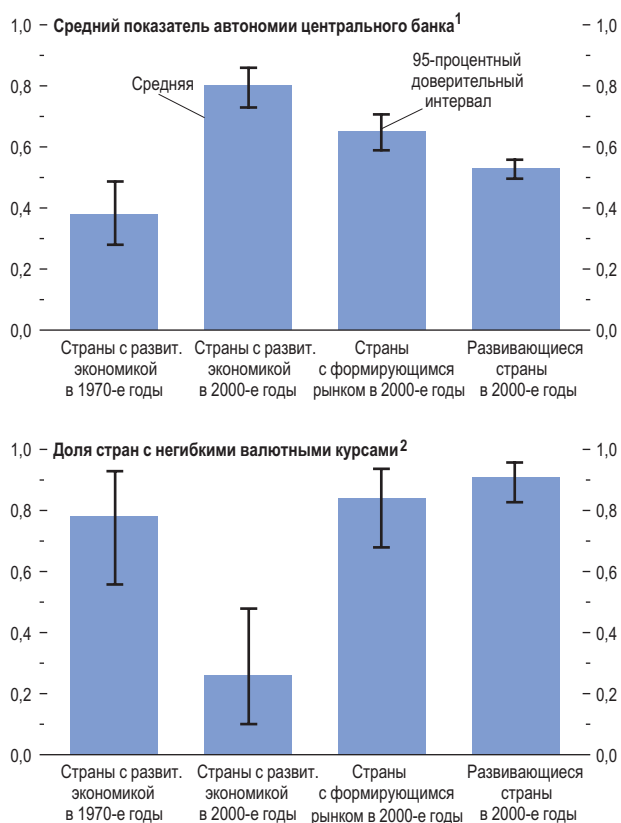
провели аналогичное исследование для выборки индустриальных стран и некоторых стран с формирующимся рынком и развивающихся стран. В обоих исследованиях выяснилось, что передача воздействия изменений цен на нефть на общий уровень инфляции со временем ослабевает.

³⁴Инфляционные ожидания обычно измеряются одним из двух методов. Первый основан на опросах потребителей или профессиональных прогнозистов, а второй основан на разнице между доходностью облигаций традиционных и индексированных по инфляции (см. работы Soderlind and Svensson, 1997; Fung, Mitnick, and Remolona, 1999; и Shen and Corning, 2001). У обоих этих показателей есть недостатки: показатели на базе опросов могут отражать субъективные и порой необоснованные представления об инфляции, тогда как показатели на базе облигаций могут отражать премии за изменчивость ликвидности и инфляции, а также институциональные характеристики конкретных рынков облигаций. В настоящем исследовании ожидаемая инфляция измеряется при помощи прогнозов инфляции, публикуемых Consensus Economics, в отсутствие показателей на базе облигаций для достаточного широкого диапазона стран. См. аналогичный анализ в работах Goretti and Laxton (2005) и Levin, Natalucci, and Piger (2004).

³⁵Выборка состоит из 25 стран с формирующимся рынком и 21 страны с развитой экономикой (9 за период 1970–1995 годов). Для ограничения искажения оценок эндогенными факторами, перенос внутренних цен биржевых товаров на базовую инфляцию рассчитывается при помощи только вариаций внутренних цен, вызванных изменениями в мировых ценах, а также воздействия динамики внутренних цен с лагом. Необходимо упомянуть значительность расхождений оценок в разных странах, отражающих, отчасти различия в качестве данных, измерении инфляции и периодах выборки, особенно среди стран с формирующимся рынком. Расчетная передача воздействия полностью включает долгосрочный перенос и не отражает каких-либо различий во временной траектории реакции инфляции. Это моделирование подробно описано в приложении 3.3.

Рисунок 3.10. Денежно-кредитная и курсовая политика

Несмотря на повышение качества денежно-кредитного регулирования во всем мире, показатели стран с развитой экономикой в этой области превышают показатели стран с формирующимся рынком и развивающихся стран, большинство которых сохраняет негибкие валютные режимы.



Источники: Arnone et al. (2007); Reinhart and Rogoff (2004, обновл.); расчеты персонала МВФ.

¹Показатель за 1970-е годы построен с применением методологии из работы Arnone et al. (2007) для несколько более узкого набора показателей.

²Негибкие валютные режимы включают все де-юре и де-факто привязки и коридоры обменного курса и не включают валютные союзы.

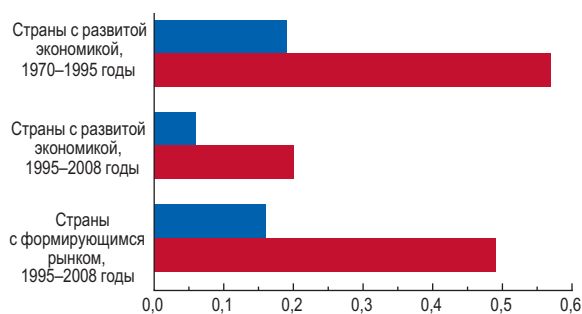
Рисунок 3.11. Передача воздействия цен на биржевые товары¹

(Полная долгосрочная реакция на изменение на 1 процентный пункт уровня инфляции цен на биржевые товары, в процентных пунктах)

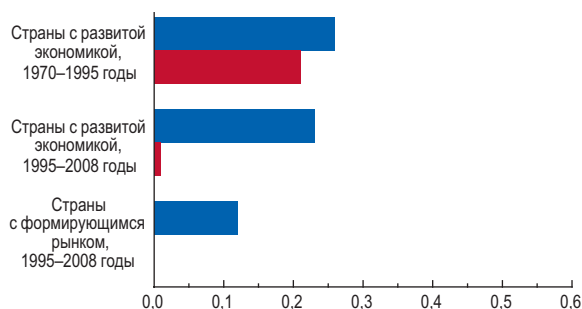
Недавняя передача воздействия цен на продовольствие в странах с формирующимся рынком напоминает наблюдавшееся в странах с развитой экономикой в 1970-е годы, когда передача воздействия цены на топливо была значительно слабее. Недавнее воздействие на базовую инфляцию оставалось в странах с развитой экономикой умеренным как в случае цен на продовольствие, так и на топливо.

■ Воздействие мировых цен на внутренние
 ■ Воздействие внутренних цен на базовую инфляцию

Продовольствие



Топливо



Источник: расчеты персонала МВФ.

¹ Средневзвешенные оценки по конкретным странам с применением квартальных данных. Передача воздействия мировых цен на внутренние оценивается при помощи двумерных регрессий. Передача воздействия внутренних цен биржевых товаров на базовую инфляцию рассчитывается при помощи уравнений кривой Филлипса с внутренними ценами, свободными от других влияний помимо мировых цен и их собственных лагов. В обеих оценках полное долгосрочное воздействие рассчитывается делением суммы коэффициентов при текущей стоимости и четырех лагах независимой переменной на 1 минус сумма коэффициентов при четырех лагах зависимой переменной.

В странах с формирующимся рынком приблизительно половина шока внутренних цен на продовольствие в конечном итоге передается на базовую инфляцию после шока мировых цен, тогда как в странах с развитой экономикой передача составляет менее четверти. Эти выводы соответствуют большей доле продовольствия в потреблении и относительной важности материальных затрат в производстве во всех странах с формирующимся рынком и подчеркивают чувствительность этих экономик к динамике цен на продовольствие.

Что касается цен на топливо, передача воздействия мировых цен на внутренние значительно слабее в странах с формирующимся рынком, чем в странах с развитой экономикой. Передача воздействия внутренних цен на базовую инфляцию в последнее время была значительно слабее, чем в 1970-е годы, когда более 20 процентов шока цен доходило до базовой инфляции. Низкие коэффициенты передачи воздействия, возможно, отражают сочетание факторов, включающих снижение энергоемкости, широко распространенные субсидии топлива и меры регулирования в странах с формирующимся рынком, и высокие налоги на топливо во многих странах с развитой экономикой³⁶.

Эконометрический анализ связи между изменениями в ожидаемой и фактической инфляции показывает, что ожидания в разных странах формируются под влиянием различий в уязвимых местах, связанных со структурой и экономической политикой (рис. 3.12)³⁷. В странах с развитой экономикой ожидания, по всей видимости, хорошо контролируются: долгосрочные прогнозы инфляции не реагируют на фактическую инфляцию. Ожидания обычно в меньшей степени контролируются в странах с формирующимся рынком, в которых на ожидаемую инфляцию по-прежнему влияет фактическая инфляция даже при длинных горизонтах прогнозов. Так что при повышении общего уровня инфляции на 1 процентный

³⁶ Кроме того, совместное изменение цен на продовольствие и энергоносители может затруднить разделение двух эффектов. Действительно, изменения цен на энергоносители сильно влияют на динамику цен на продовольствие, как указывалось в предыдущем разделе. Кроме того, вопросы измерения внутренних цен на продовольствие и особенно топливо, отмеченные выше, могли снизить расчетные коэффициенты передачи воздействия.

³⁷ Расчеты основаны на панели полугодичных наблюдений, начатых в 2003 году. В выборку входят 14 стран с развитой экономикой и 21 страна с формирующимся рынком. Для отделения эффектов базовой инфляции от эффектов изменений в ценах на биржевые товары, в анализе используется только вариация базовой инфляции, не вызванная изменениями в ценах на продовольствие и топливо. Дополнительная информация об этой модели представлена в приложении 3.3.

пункт ожидаемая в следующем году инфляция повышается в среднем почти на 0,2 процентного пункта. Даже через шесть-десять лет все еще ожидается повышение инфляции приблизительно на 0,05 процентного пункта. В этих странах ожидания также чутко реагируют на изменения в росте внутренних цен продовольствия, тогда как рост цен энергоносителей, по всей видимости, не оказывает значительного воздействия на ожидания, что, вероятно, отражает относительные доли продовольствия и энергоносителей в потреблении. В странах, в которых вес продовольствия в потреблении населения велик, особенно значительно повышение ожидаемой инфляции под влиянием изменений в фактическом общем уровне инфляции и росте цен на продовольствие.

Передача воздействия шоков цен биржевых товаров на ожидаемую инфляцию, по всей видимости, зависит главным образом от проведения денежно-кредитной политики. В частности, таргетирование инфляции, по всей видимости, весьма действенно контролирует инфляционные ожидания: за пределами годового горизонта, ожидания очень слабо реагируют на изменения в фактической инфляции. С другой стороны, страны, не занимающиеся таргетированием инфляции, многие из которых официально или неофициально устанавливают целевые показатели по номинальному обменному курсу, по всей видимости, менее успешно контролируют ожидания. При этом очевидные преимущества таргетирования инфляции могут отчасти отражать общее качество внутреннего денежно-кредитного регулирования в этих странах и уровень их общего развития (но и в этом случае выполнять целевые показатели в последнее время стало труднее)³⁸. Кроме того, другие страновые факторы, такие как степень гибкости рынка труда и проведение налогово-бюджетной политики, также могут влиять на реакцию ожиданий на фактическую инфляцию.

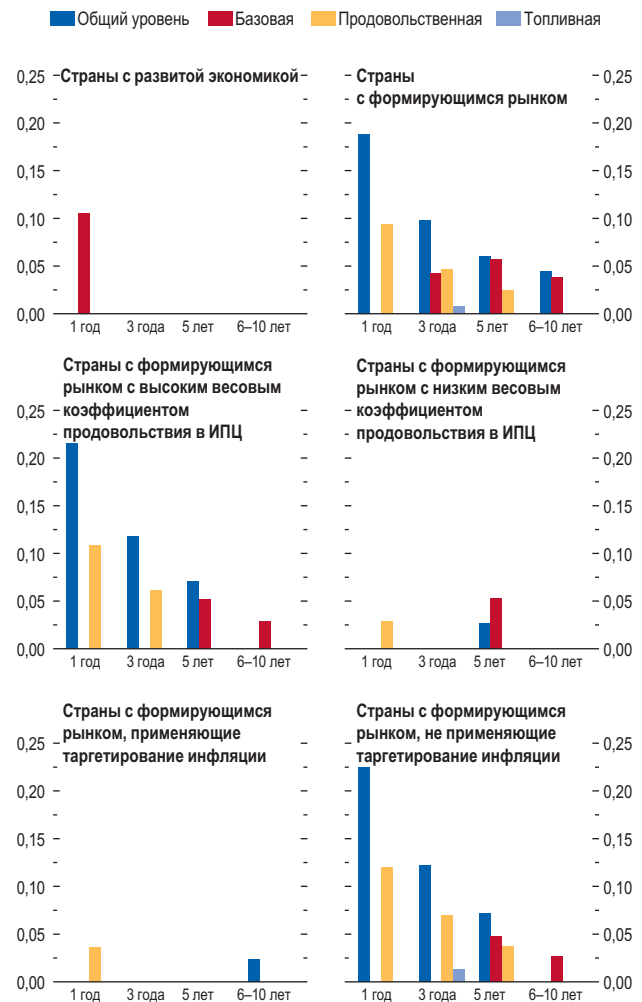
Приведут ли недавние резкие скачки цен на продовольствие и энергоносители к устойчивому повышению темпов инфляции во всем мире? Выводы настоящего анализа могут послужить основанием для оптимизма, особенно в странах с развитой экономикой и странах с формирующимся рынком, принявших таргетирование ин-

³⁸Таргетирование инфляции в странах с формирующимся рынком рассматривается в главе 4 сентябрьского выпуска «Перспектив развития мировой экономики» за 2005 год. В проведенном позднее исследовании авторы работы Mishkin and Schmidt-Hebbel (2007) предположили, что таргетирование инфляции помогает странам снизить инфляцию, укрепить денежно-кредитную политику и, в частности, ослабить инфляционные эффекты шоков цен на нефть.

Рисунок 3.12. Изменения в ожидаемой инфляции, вызванные изменениями в фактической инфляции¹

(Ожидаемая инфляция на 1, 3, 5, и 6–10 лет вперед; реакция в процентных пунктах на изменение на 1 процентный пункт фактической инфляции)

Инфляционные ожидания, по всей видимости, лучше контролируются в странах с развитой экономикой, чем в странах с формирующимся рынком, особенно в имеющих большой удельный вес продовольствия в ИПЦ. В странах с формирующимся рынком инфляционное таргетирование, по всей видимости, в последнее время было более результативным в плане фиксации ожиданий, чем альтернативные основы денежно-кредитной политики.



Источники: Consensus Forecasts; расчеты персонала МВФ.

¹На основе статистически значимых коэффициентов из панельных регрессий с фиксированными уровнями и с использованием полугодовых данных с 2003 года. Показатель базовой инфляции не включает рост цен на продовольствие и топливо.

фляции. На данном этапе риски инфляции также смягчаются из-за замедления темпов экономического роста, особенно в странах с развитой экономикой, хотя давление перегретой экономики не прекращается во многих странах с формирующимся рынком и развивающихся странах. При этом эмпирические зависимости, основанные на данных за прошлые периоды, могут не оказаться надежными ориентирами на будущее, даже если предположить дальнейшее укрепление доверия к денежно-кредитной политике и развитие мировой интеграции и конкуренции. Последние шоки, связанные с рынком биржевых товаров, оказались сильнее и устойчивее, чем шоки в период выборов, использованный для расчетов, и по этой причине фактическая будущая передача воздействия может преподнести сюрприз, превысив прогнозы, если не усилится снижение мировой экономической активности³⁹. Риски таких неожиданностей тесно связаны с ожиданиями будущей инфляции и способностью денежно-кредитной политики действительно их контролировать, как говорилось в предыдущем разделе.

Меры денежно-кредитной политики в ответ на шоки цен биржевых товаров

У ошибок денежно-кредитной политики могут быть серьезные последствия при постоянных шоках цен на биржевые товары, как показала «великая инфляция» 1970-х годов в странах с развитой экономикой. При и без того растущей инфляции и адаптивных денежно-кредитных условиях, надлежащей реакцией в то время на шок цены нефти — негативного шока предложения — было бы ужесточение. Вместо этого скачок инфляции усугубило продолжавшееся смягчение денежно-кредитной политики, которое дополнительно еще усилило инфляционные ожидания и подорвало доверие к политике. С тех пор центральные банки очень хорошо понимают, что денежно-кредитная политика не должна адаптироваться к ценовым эффектам второго порядка негативных шоков предложения⁴⁰.

³⁹ Кроме того, несмотря на вероятное дальнейшее повышение степени гибкости внутренних рынков труда, роль мирового рынка труда в борьбе с инфляцией может со временем сойти на нет по мере развития рынков труда в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах и сближения их зарплат с уровнями стран с развитой экономикой.

⁴⁰ Многие экономисты отметили значительное ослабление изменчивости важных макроэкономических переменных с 1980-х годов, включая, например, работы Bernanke (2004) and King (2005). По расчетам Kumhof and Laxton (2007) при-

Установлено, что правильные меры денежно-кредитной политики в ответ на шоки предложения зависят от фазы цикла экономики и степени доверия к экономической политике. Например, при высокой степени использования производственных мощностей и слабом доверии к политике, угроза передачи воздействия на базовую инфляцию относительно серьезна. Это влечет за собой последствия для правильных мер денежно-кредитной политики на недавние скачки цен на продовольствие и энергоносители. Как сообщалось в главе 1, во многих странах с формирующимся рынком наблюдаются признаки перегрева, наряду со смягчением денежно-кредитных условий. Краткосрочные номинальные процентные ставки ниже темпов роста номинального дохода — отчасти из-за импорта экспансионистских денежно-кредитных условий США наряду с курсовыми ограничениями денежно-кредитной политики, как отмечалось выше (рис. 3.13). В то же время доверие к денежно-кредитной политике в этих странах не так прочно. Для того чтобы поставить инфляцию под контроль и избежать цикла спадов и подъемов, необходимо значительное ужесточение денежно-кредитных условий в затронутых странах. Как изложено во вставке 3.3, это также несколько сдержит спрос на биржевые товары на глобальном уровне и рост мировых цен на биржевые товары.

Доверие к денежно-кредитной политике и динамика инфляции

Имитационные модели с эндогенными ограничениями доверия и производственных мощностей могут дать полезные сведения об использовании денежно-кредитной политики в ответ на негативные шоки предложения при различных степенях доверия к экономической политике, в разных фазах цикла и при разных исходных уровнях инфляции. Анализ основан на макроэкономической модели небольшой открытой экономики, в которой динамика инфляции и инфляционные ожидания зависят от доверия к денежно-кредитной политике. Доверие определяется эндогенно и зависит от эволюции соотношения меняющихся показателей инфляции и долгосрочного целевого

близительно половина опережения изменчивости объема производства в 1970-е годы и начале 1980-х по сравнению с 1995–2007 годами объясняется неэффективной денежно-кредитной политикой и половина — более сильными шоками спроса и предложения.

показателя⁴¹. Это, в свою очередь, влияет на степень ценовых эффектов второго порядка шоков предложения в модели, поскольку степень, в которой шоки инфляции переходят в ожидания, зависит от текущей и прошлой инфляции. При полном доверии инфляционные ожидания имеют абсолютно перспективный характер, подразумевая слабое влияние постоянного повышения цен на биржевые товары на ожидания. При низком уровне доверия, однако, ожидания зависят главным образом от текущей и прошлой инфляции, и на них сказываются шоки текущей инфляции.

Модель определяет оптимальные меры денежно-кредитной политики — через изменения в краткосрочной процентной ставке — при данных целях политики центрального банка. Они относятся к отклонениям от целевого показателя инфляции, разрывам между фактическим и потенциальным объемом производства и краткосрочной изменчивости процентных ставок.

Постулатом модели является задание центральным банком процентных ставок с целью минимизации изменчивости по всем трем параметрам. При негативных шоках предложения возникают трудности в задании параметров политики, поскольку изменения инфляции и объема производства вначале идут в противоположных направлениях, а также поскольку ужесточение денежно-кредитной политики в краткосрочной перспективе снижает как объем производства, так и инфляцию. Предпочтения политики центрального банка определяют его подход к компромиссу между выигрышем от снижения инфляции и издержками снижения объема производства.

Шоки предложения и доверие к экономической политике

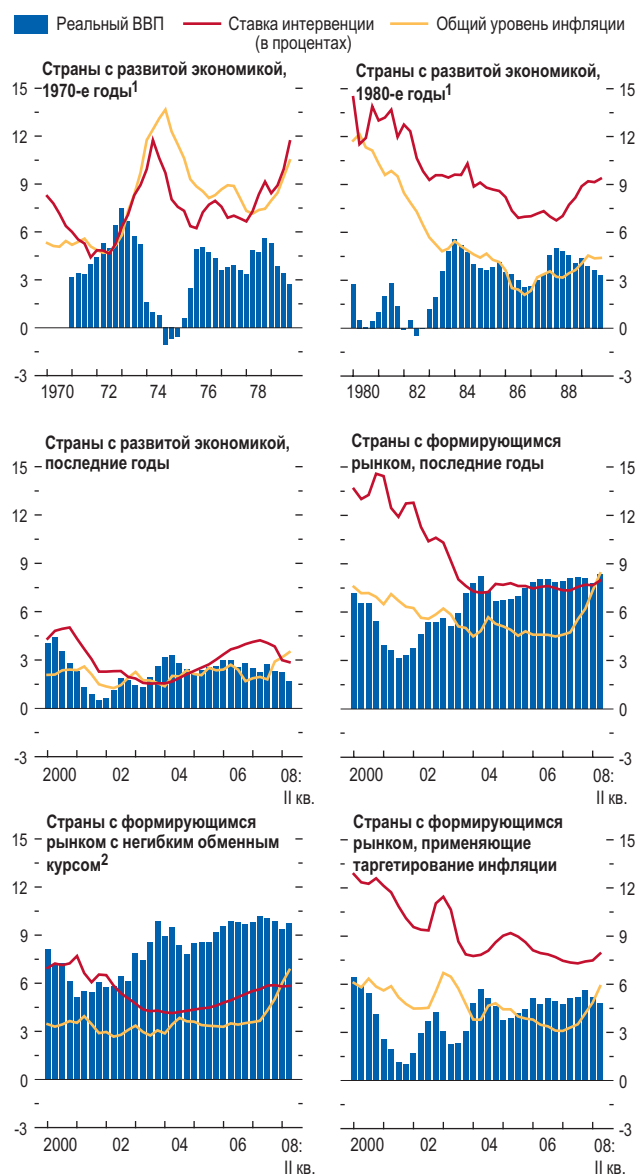
В первой модели шоки предложения поразили экономику в модели при инфляции на целевом уровне 2 процентов и исходном нулевом разрыве между фактическим и потенциальным объемом производства⁴². При высоком исходном уровне доверия, отражающем условия, характерные для стран с развитой экономикой, инфляция повышается до более 3 процентов после инфляционного

⁴¹См. в работе Alichì et al. (готовится к печати) описание модели и ее характеристик.

⁴²Эксперименты основаны на шоках предложения, которые постоянно повышают или снижают цену на биржевые товары. Разрыв между фактическим и потенциальным объемом производства определяется так, что избыточный спрос имеет значение со знаком плюс и связан с инфляционным давлением.

Рисунок 3.13. Активность, процентные ставки и инфляция
(Процентное изменение по сравнению с предыдущим годом, если не указано иное)

Низкие или отрицательные реальные процентные ставки характеризовали период инфляции в 1970-е годы в странах с развитой экономикой, в отличие от периода стабилизации, последовавшего в 1980-е годы. В последнее время реальные процентные ставки стали отрицательными в странах с формирующимся рынком — особенно при негибком обменном курсе — наряду с значительно более динамичной деятельностью, чем в странах с развитой экономикой.



Источник: расчеты персонала МВФ.

¹Из-за наличия данных вместо ставок интервенции для ряда стран использованы ставки денежного рынка.

²Негибкие валютные режимы включают все де-юре и де-факто привязки обменного курса, коридоры и скользящие привязки или коридоры, которые уже диапазона ± 2 процента. См. Reinhart and Rogoff (2004) и Iizetkzi, Reinhart, and Rogoff (готовится к печати).

Вставка 3.3. Режимы денежно-кредитной политики и цены на биржевые товары

Разработчики политики во всем мире в последнее время выражают серьезную обеспокоенность усилившимся инфляционным давлением, ввиду того что резко возросшие цены на нефть и продовольствие начинают влиять на общий и даже базовый уровни инфляции в большом числе стран. Вопрос состоит в том, может ли это частично быть связано с режимом денежно-кредитной политики, в частности долларowym стандартом, когда многие страны привязывают свою валюту к доллару США (формально или неформально через жестко управляемый обменный курс). Если это так, то каковы будут последствия принятия альтернативных подходов?

При существующем режиме денежно-кредитной политики Соединенные Штаты «экспортируют» свою денежно-кредитную политику в значительную часть стран мира, в то время как другие страны либо осуществляют привязку своего обменного курса, либо проводят интервенции на валютных рынках. Однако мир в настоящее время сталкивается с весьма асимметричными шоками: экономика Соединенных Штатов и зоны евро замедляется из-за напряженности в финансовой сфере и ухудшения условий торговли, а в большей части остального мира сохраняются рекордно высокие темпы экономического роста. Таким образом, денежно-кредитная политика, необходимая Соединенным Штатам, а именно политика низких номинальных и реальных процентных ставок, совершенно неприемлема в случае других стран.

В данной вставке делается попытка ответить на два вопроса. Во-первых, если наиболее важные валютные привязки будут сохраняться в течение какого-то времени, в интересах ли Соединенных Штатов учитывать последствия их денежно-кредитной политики для мировой экономики? Во-вторых (учитывая сложившиеся условия), как на мировую экономику и экономику отдельных стран может повлиять переход стран, которые в настоящее время используют режим привязки к доллару, к более гибким валютным режимам?

Денежно-кредитная политика и базовая инфляция

Данная попытка найти ответ на эти вопросы связана с проведением иллюстративных динамических имитационных расчетов с использованием применяемой Банком Канады версии глобальной экономической модели (BoC-GEM)¹. Это динамическая стохастическая модель общего равновесия по па-

ти регионам, в которой дается отдельная спецификация режима денежно-кредитной политики каждого региона как либо режима привязки к доллару США, либо режима таргетирования инфляции². Последний характеризуется функцией реакции процентной ставки, когда при ускорении инфляции номинальные процентные ставки повышаются. Приведенные характеристики режимов денежно-кредитной политики не призваны служить точным описанием политики и, скорее, являются ее упрощенным представлением, которое может помочь пролить свет на рассматриваемые вопросы. Важной особенностью BoC GEM для данного исследования является то, что в ней предполагается существенная номинальная негибкость обрабатывающей промышленности и сферы услуг при отсутствии номинальной негибкости в нефтяном секторе и секторе биржевых товаров³. Это означает, что, если целью денежно-кредитной политики является только стабилизация внутренних цен и выпуска продукции, она не должна ставить перед собой строгой краткосрочной цели, включающей инфляцию по нефти и биржевым товарам, и, напротив, должна быть сосредоточена на стабилизации «базовой инфляции» в остальных секторах, что, таким образом, и служит нашим базисным допущением. Наконец, учитывая, что важными факторами недавней волатильности цен на нефть и продовольствие является сокращение незадействованных производственных мощностей и низкая эластичность предложения, в модель были введены издержки корректировки затрат факторов производства, которые ограничивают краткосрочную реакцию предложения в этих секторах. В результате этого вслед за положительным шоком, вызвавшим повышение глобального спроса, сначала произойдет резкий рост цен и только потом последует существенная реакция со стороны предложения.

²Этими регионами являются Соединенные Штаты (21,2 процента мирового ВВП при использовании весов паритета покупательной способности (ППП)), страны Азии с формирующимся рынком (24,8 процента), страны-экспортеры биржевых товаров (15,2 процента), Канада (1,8 процента) и остальные страны мира (37,0 процента). В имитационных расчетах не рассматривается вопрос перехода от одного режима денежно-кредитной политики к другому. В них также не рассматриваются аспекты денежно-кредитной политики (помимо собственно сроков изменения процентных ставок), такие как предпочтения управляющих портфелями в отношении валютной структуры резервных активов или регулирование финансовой системы и контроль за расширением кредитования.

³Сектор биржевых товаров включает в себя пищевую промышленность, но не ограничивается им.

¹См. Lalonde and Muir (2007).

Результаты базисных имитационных расчетов показаны на рисунке черными линиями. В начальный период, в ответ на шок в форме сокращения потребления и спроса на инвестиции и повышенную обеспокоенность стабильностью финансового сектора, Соединенные Штаты понижают свою процентную ставку на 2,5 процентного пункта. Эта денежно-кредитная интервенция уменьшает последствия шока со стороны спроса, и в год, следующий за шоком, выпуск продукции падает до 1,2 процента ниже потенциала.

В то же время спрос в странах Азии с формирующимся рынком (АЗФР) и группе стран-экспортеров нефти (ГСЭН) продолжает быстро расти⁴. Из-за режима валютной привязки эти регионы не могут антициклически повысить свои процентные ставки, которые, напротив, понижаются почти наравне с процентными ставками в Соединенных Штатах⁵. При высоком инфляционном воздействии шоков это ведет к значительному понижению реальных процентных ставок, что усиливает, а не смягчает воздействие шоков на выпуск продукции. ВВП этих регионов, таким образом, быстро растет: на 4,5 процента в странах АЗФР и 2,8 процента в странах ГСЭН, в то время как инфляция, как общая, так и базовая, повышается, соответственно, примерно на 4,5 и 2,0 процентного пункта. Этот дополнительный спрос возникает в регионах, на долю которых приходится всего порядка 20 процентов мирового ВВП⁶, но поскольку экономический рост в странах АЗФР и ГСЭН связан с очень высоким потреблением биржевых товаров, это подвергает сильному повышательному давлению международные цены на нефть и газ, которые увеличиваются на 14 процентов и 5,3 процента соответственно. Это, в свою очередь, объясняет умеренный рост общей инфляции в США: на 0,4 процентного пункта в начальный период, несмотря на замедление экономического роста в стране. Причина состоит в том, что эти высоко гибкие цены немедленно сказываются на общей инфляции. Базовая инфляция падает вместе со спросом, но приблизительно через год она несколько

⁴На рисунке показаны только результаты имитационных расчетов для АЗФР; результаты для ГСЭН весьма схожи.

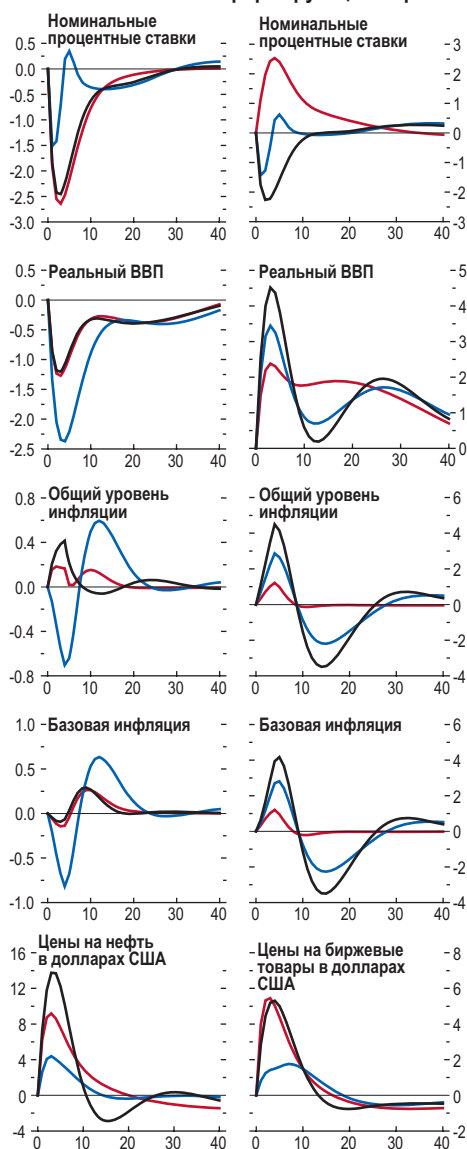
⁵Небольшое наблюдаемое различие связано с премией за валютный риск, в результате которой чистая позиция по внешним обязательствам каждого региона несколько повышается.

⁶Мировой ВВП увеличивается приблизительно на 1,4 процента.

Сценарии стабилизации¹

— Базисный сценарий
— Таргетирование базовой инфляции и инфляции цен на нефть в США
— Гибкие обменные курсы во всех странах

Соединенные Штаты Страны Азии с формирующимся рынком



Источник: расчеты персонала МВФ.

Диаграммы показывают отклонения от контрольных значений. Номинальные процентные ставки и инфляция выражены в процентных пунктах. Реальный ВВП и цены выражены в процентах. По оси X отложены кварталы.

Вставка 3.3 (окончание)

ускоряется, поскольку на нее начинает сказываться часть инфляции цен на нефть и биржевые товары.

Динамика инфляции в базисном сценарии почти полностью объясняется базовыми шоками со стороны спроса и их усилением вследствие проводимой денежно-кредитной политики, а не первоначальными резкими всплесками цен на нефть и биржевые товары, вызванными негибкостью стороны предложения⁷. Когда исходные шоки действуют на сторону спроса, гибкие цены на биржевые товары служат, таким образом, «барометром» базовых диспропорций и перегрева, а не являются сами по себе проблемой. Безусловно, ситуация во многом была бы иной, если бы базовые шоки действовали на сторону предложения, но этот вариант здесь не рассматривается.

Должны ли Соединенные Штаты учитывать глобальные последствия своей денежно-кредитной политики?

Федеральная резервная система США в принципе могла бы учитывать последствия ее денежно-кредитной политики для инфляции в других странах мира. Однако, поскольку таргетирование общемировой инфляции не является реалистичной задачей для учреждения, отвечающего за стабильность внутренних цен и выпуска продукции, мы рассматриваем сценарий, в котором ФРС, помимо внутренней базовой инфляции, также реагирует на инфляцию цен на нефть. Соответствующие имитационные расчеты отражены на рисунке синими линиями. Денежно-кредитная политика в этом случае является значительно менее адаптивной, и номинальные процентные ставки изначально понижаются приблизительно на 1,5 процентного пункта, вместо 2,5 процентного пункта. Затем они быстро увеличиваются до 0,3 процентного пункта сверх нейтрального уровня в ответ на повышательное давление на цены на нефть.

Относительно базисного сценария при такой политике разрыв между фактическим и потенциальным объемом производства в США возрастает на 1,2 процентного пункта, а совокупная разница по-

⁷Чтобы показать это, требуются имитационные расчеты, которые здесь не приводятся и в которых исключается негибкость предложения энергоносителей и биржевых товаров. Единственной существенной разницей при этом является максимальное повышение реальных цен на нефть, которое составляет 3,5 процента вместо 14 процентов, и максимальное повышение цен на биржевые товары, которое составляет 4 процента вместо 5,3 процента.

тери производства за 10 лет составляет 3 процента. С другой стороны, менее адаптивная налогово-бюджетная политика США существенно сглаживает цикл спадов и подъемов в странах АЗФР и ГСЭН при уменьшении избыточного спроса в первый год на 1 процент. Воздействие на мировые цены на нефть оказывается значительным, а пиковое повышение снижается с 14 до 4 процентов. Сосредоточение внимания США на инфляции цен на нефть ведет не только к замедлению роста в стране, но и к усилению волатильности инфляции, а выгоды опять получают страны АЗФР и ГСЭН, в которых волатильность инфляции сокращается приблизительно на треть. Принятие более глобального подхода к инфляции, хотя и влечет существенные выгоды для стран АЗФР и ГСЭН, таким образом, является крайне нежелательным для Соединенных Штатов. Однако указанные регионы могут воспользоваться более мощным инструментом, чтобы помочь себе, не требуя жертв от других стран, — перейти от фиксированного к гибкому обменному курсу.

Каковы выгоды режимов гибкого обменного курса?

Красные линии на рисунке отображают сценарий, при котором страны АЗФР и ГСЭН также применяют режим таргетирования инфляции и гибкие обменные курсы, что вынуждает их резко повышать номинальные процентные ставки в ответ на шоки со стороны внутреннего спроса. Это приблизительно вдвое сокращает рост выпуска продукции в этих регионах при темпах инфляции, составляющих всего четверть базисных значений. Воздействие на выпуск продукции в США в результате снижения спроса на экспортную продукцию США составляет менее 0,05 процента в первый год и практически равно нулю впоследствии; это касается и базовой инфляции в США. Однако вначале рост общей инфляции в США составляет всего половину ее роста при валютной привязке, что главным образом объясняется тем, что снижение спроса вне Соединенных Штатов значительно замедляет рост цен на нефть — 9 процентов вместо 14 процентов.

Это служит ответом на второй вопрос. В существующих условиях гибкие обменные курсы действительно значительно меняют ситуацию для стран, которые в настоящее время используют привязку к доллару США, и они выигрывают от стабилизации выпуска продукции и инфляции, в том числе от стабилизации цен на нефть и биржевые товары.

шока предложения (рис. 3.14, графики слева). Оптимальные меры политики возвращают инфляцию к целевому уровню за восемь кварталов, что соответствует традиционным оценкам лагов передачи воздействия денежно-кредитной политики. Процентная ставка должна временно повыситься до пикового значения примерно 5 процентов — приблизительно на 1 процентный пункт выше нейтральной ставки на уровне 4 процентов, заложенной в модель. В случае низкого уровня доверия общая картина в целом не меняется, хотя инфляция возрастает в большей степени и повышение процентной ставки, необходимое для возвращения инфляции к целевому уровню, тоже пропорционально растет (рис. 3.14, графики справа).

Положительный дефляционный шок имеет примерно симметричные последствия для темпов инфляции и других важнейших переменных. Таким образом, происходит временное сокращение инфляции, которое позволяет центральному банку временно снизить процентную ставку.

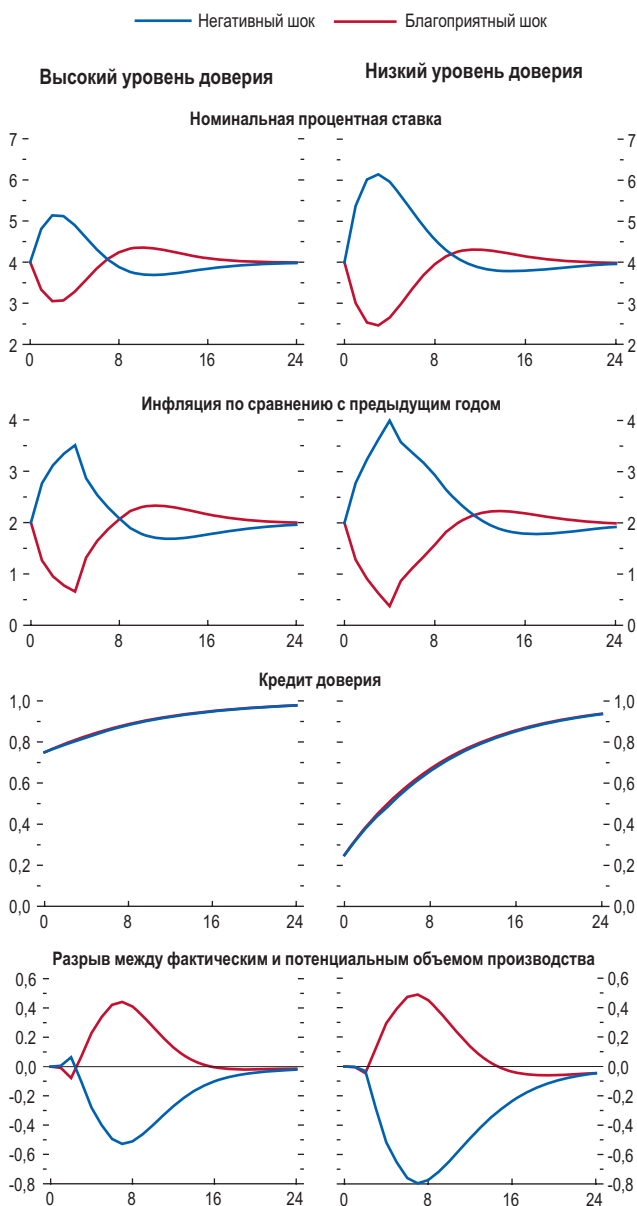
Шоки предложения и текущее инфляционное давление

Во второй модели тот же самый шок поражает экономику, в которой присутствует давление избыточного спроса и инфляция уже значительно превышает целевой уровень. Исходная инфляция закладывается на уровне 8 процентов, превышающем долгосрочный целевой показатель (3 процента), аналогичном инфляционному давлению от перегрева экономики, с которым сталкиваются в настоящее время некоторые страны с формирующимся рынком. При исходной инфляции, превышающей целевой уровень, и слабом доверии к экономической политике, негативный шок окажет более сильное воздействие второго порядка на инфляцию (рис. 3.15, графики справа). Как и ожидалось, необходимо энергичное незамедлительное повышение процентной ставки для возвращения инфляции к целевому уровню, предусматривающее повышение ставок до 14 процентов, что значительно превышает прирост темпов инфляции. Процентные ставки также должны будут оставаться на высоком уровне в течение более длительного периода, как и разрыв между фактическим и потенциальным объемом производства со знаком минус. Таким образом, даже при надлежащих ответных мерах экономической политики инфляционный шок предложения в сочетании с низким уровнем доверия ведет к периоду стагфляции. Для сравне-

Рисунок 3.14. Упрощенный пример страны с развитой экономикой при негативном и благоприятном шоках предложения

(В процентах; по оси x отложены кварталы)

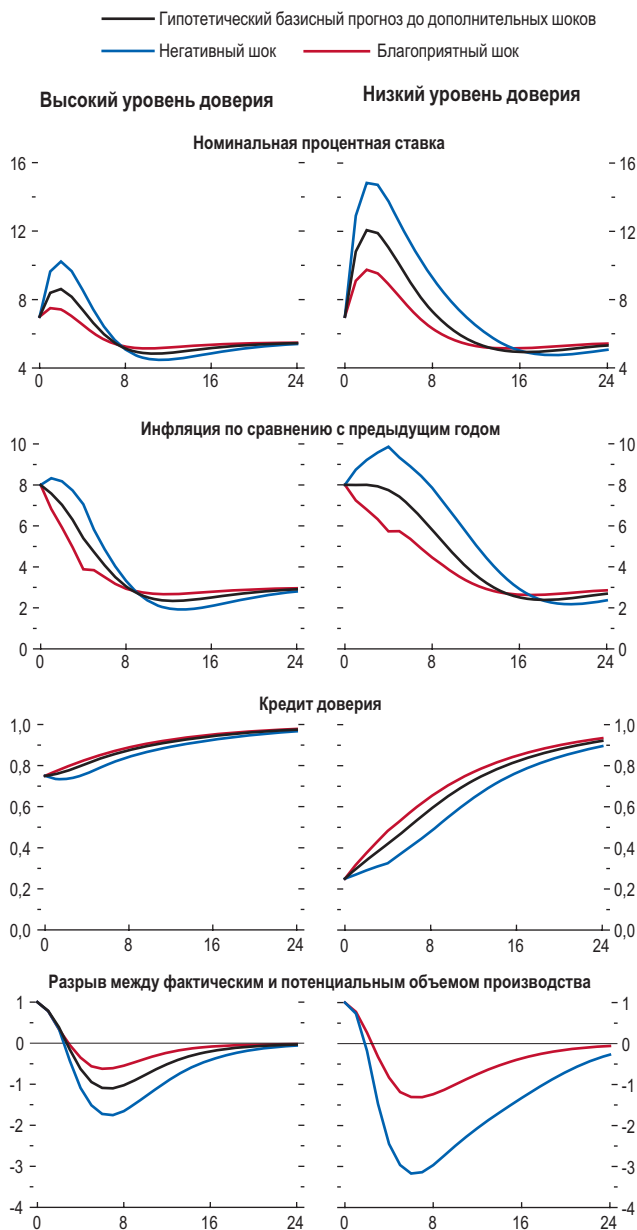
Негативные и благоприятные шоки в области предложения в целом симметричны по своему влиянию на инфляцию и объем производства, а также по последствиям для денежно-кредитной политики при высоком уровне доверия.



Источник: расчеты персонала МВФ.

Рисунок 3.15. Упрощенный пример более уязвимой страны с формирующимся рынком при негативном и благоприятном шоках в области предложения
(В процентах; по оси х отложены кварталы)

Симметрия между негативным и благоприятным шоками в области предложения исчезает при низком уровне доверия к денежно-кредитной политике и исходном уровне инфляции, превышающем целевой уровень. Необходима более энергичные немедленные ответные меры относительно процентной ставки для возвращения инфляции к целевому показателю после негативного шока в области предложения.



Источник: расчеты персонала МВФ.

ния отметим, что при более высоком уровне доверия инфляцию может вернуть к целевому уровню и менее энергичное повышение процентной ставки и менее значительные издержки в виде снижения объема производства (рис. 3.15, графики слева). С другой стороны, в случае благоприятного дефляционного шока предложения, оптимальным будет снижение инфляции в более сжатые сроки, чем без такого шока, поскольку ускорение извлечения пользы от доверия снижает издержки снижения инфляции в виде снижения объема производства.

Шоки предложения при задержке ответных мер денежно-кредитной политики

В последней модели предполагается, что денежно-кредитная политика отстает от событий. В частности, на протяжении двух кварталов оптимальная политика блокируется решением удерживать неизменные процентные ставки при инфляционном шоке предложения. В случае исходной инфляции, находящейся на целевом уровне, и высокого уровня доверия, картина существенно не отклоняется от траектории, складывающейся при рассмотренных выше оптимальных ответных мерах (рис. 3.16, графики слева). Задержка, однако, означает, что процентная ставка должна повыситься в большей степени, чем в противном случае. С другой стороны, в случае избыточной исходной инфляции и низкого уровня доверия, задержка повышения процентных ставок при негативном шоке предложения приводит к повышению инфляции и ее закреплению на уровне, превышающем долгосрочный целевой уровень. Утрата доверия означает, что потребуются более значительное повышение процентной ставки и длительный разрыв между фактическим и потенциальным объемом производства со знаком минус для возвращения инфляции к целевому уровню⁴³. В то же время временной горизонт стабилизации инфляции удлиняется, что усиливает риски возможных будущих негативных шоков предложения.

Если негативный шок предложения вызвал тенденцию к повышению цен на биржевые товары, а не разовое постоянное повышение цен, задачи, стоящие перед денежно-кредитной политикой, связанные с низким уровнем доверия и существующим инфляционным давлением, будут усложняться. Мо-

⁴³Опыт прошлого подтверждает этот результат. Например, в США и Канаде в начале 1980-х годов краткосрочные процентные ставки значительно превысили 20 процентов после принятия мер по борьбе с инфляцией ФРС США и Банком Канады.

делирование (без описания), в котором рассматривается более устойчивое повышение цен на биржевые товары, показывает, что такие шоки потребуют еще более энергичных мер денежно-кредитной политики. Издержки отставания при таком шоке предложения будут еще более значительными.

Итак, результаты моделирования подчеркивают общее значение доверия к денежно-кредитной политике. При низком уровне доверия компромисс между инфляцией в краткосрочной перспективе и объемом производства ухудшается, что вызывает необходимость в более резком повышении ставки интервенции при негативных шоках предложения с ценовыми эффектами второго порядка. Неправильные действия или задержки могут быстро подорвать доверие и затруднить достижение стабильности цен.

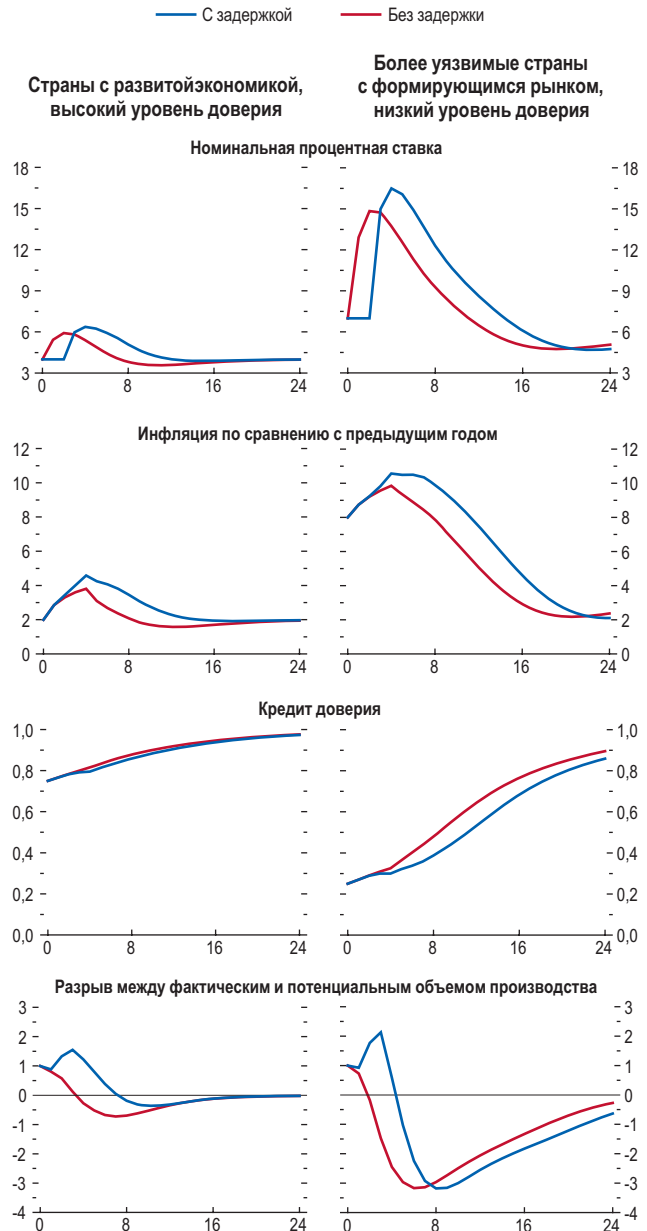
Резюме и заключения

В мировой экономике наблюдается наиболее обширный и продолжительный бум цен на биржевые товары с начала 1970-х годов. Этот бум в основном обусловлен сочетанием устойчивого глобального роста, дефицита незадействованных производственных мощностей в конкретных отраслях и низкого уровня товарно-материальных запасов на момент начала бума, а также медленной ответной реакцией предложения. Кроме того, в число причин недавнего резкого скачка цен на продовольствие входили специфические для отдельных биржевых товаров факторы, включая спрос, связанный с производством биотоплива, сбои в предложении основных сельскохозяйственных культур и торговые ограничения. Перекрестные связи между ценами на биржевые товары ускоряли повышение цен: растущие цены на энергоресурсы влияли на цены на продовольствие. Напротив, растущая роль биржевых товаров как альтернативных финансовых активов практически не оказала заметного систематического воздействия на цены, хотя изменения в настроении рынка могут повлиять на динамику краткосрочных цен, а финансовые переменные, такие как процентные ставки, могут влиять на цены воздействуя на материальный спрос и предложение.

Последние события указывают на очевидное начало прекращения действия некоторых из факторов, вызвавших текущий бум. Перспективы замедления глобального роста в 2008–2009 годы отчасти вызванного высокими ценами на биржевые товары, преодоление связанных с погодными условиями ограничений предложения основных продовольственных культур и увеличение предложения

Рисунок 3.16. Потенциальные издержки отсрочки повышения процентных ставок
(В процентах; по оси x отложены кварталы)

Задержка мер денежно-кредитной политики в ответ на негативные шоки предложения подразумевает, что в конце концов потребуются более значительное повышение процентных ставок для возвращения инфляции к целевому показателю с возможными нарушениями процесса укрепления доверия.



Источник: расчеты персонала МВФ.

нефти уже привели к некоторому снижению цен на биржевые товары. Однако ограничение предложения и низкий уровень товарно-материальных запасов, по всей вероятности, сохранятся в течение некоторого времени, а рост спроса в крупных странах с формирующимся рынком остается устойчивым. Степень любого дальнейшего снижения цен будет зависеть от меняющегося равновесия между факторами предложения и ростом мировой экономики, при сильной вероятности изменчивости цен.

Без резкого падения цен на биржевые товары, риски инфляции в течение некоторого времени останутся повышенными. Во многих экономиках все еще идет процесс адаптации к предшествующему скачку цен на биржевые товары, и все еще не решена задача адаптации к этому изменению относительных цен без ценовых эффектов второго порядка, то есть без передачи их воздействия на основную инфляцию.

Выводы эмпирических исследований цен, посвященных передаче воздействия цен продовольствия и топлива на базовую инфляцию и инфляционные ожидания, показывают, что риски эффектов второго порядка в значительной степени зависят от доверия к денежно-кредитной политике и ее способности контролировать инфляционные ожидания, а также от доли биржевых товаров (особенно продовольствия) в конечных расходах. У стран с формирующимся рынком и развивающихся стран более низкие показатели по этим параметрам, и потому они подвержены большему риску несмотря на некоторую компенсацию, обеспечиваемую в целом более гибкими рынками труда. Такое беспокойство по поводу рисков подтверждается недавним повышением базовой инфляции, а также общего уровня инфляции в некоторых из этих стран. Несмотря на ослабление рисков инфляции в странах с развитой экономикой в результате дефляционного воздействия финансовых потрясений, эти страны могут оказаться не защищенными от рисков инфляции. Поскольку недавние шоки, связанные с рынками биржевых товаров, были сильнее и устойчивее, чем в период, используемый в анализе, фактическое воздействие все еще может оказаться сильнее ожидаемого, если не усилится замедление темпов роста мировой экономики.

Растет число признаков отсутствия до настоящего времени надлежащих мер денежно-кредитной политики в ответ на растущие риски повышения инфляции во многих странах с формирующимся рынком и развивающихся странах. Реальные ставки интервенции во многих из этих стран находятся на низком уровне, даже в условиях высоких темпов экономического роста, недавнем повыше-

нии базовой инфляции и относительном повышении рисков ценовых эффектов второго порядка роста цен на биржевые товары в последнее время. В некоторых странах низкие ставки отчасти отражают связанные с обменным курсом ограничения денежно-кредитной политики, приведшие в некоторых экономиках к импорту экспансионистского курса денежно-кредитной политики США. В свою очередь, недостаточно жесткая для сдерживания высокого внутреннего спроса денежно-кредитная политика в последнее время, возможно, усилила давление на мировые цены биржевых товаров.

Как подчеркивают результаты моделирования в главе, задержка мер в ответ на повышение инфляции может подорвать доверие к денежно-кредитной политике, особенно без надежного контроля инфляционных ожиданий, что, согласно этой главе, наблюдается в случае многих стран с формирующимся рынком. В результате в конечном итоге могут потребоваться более решительные ответные меры денежно-кредитной политики для возвращения инфляции к целевому уровню при более высоких издержках в виде снижения объема производства по сравнению с теми, которые потребовались бы при своевременной реакции денежно-кредитной политики. Такую динамику обычно усиливают более высокие исходные уровни инфляции или инфляционное давление со стороны ужесточающихся ограничений мощностей. В то же время даже при своевременных мерах для снижения инфляции при низком уровне доверия, вероятно, потребуются больше времени, что усиливает уязвимость экономики при будущих негативных шоках предложения. Это подчеркивает решающее значение энергичных и своевременных мер денежно-кредитной политики в ответ на повышение инфляции, наблюдающееся после недавних скачков цен на биржевые товары, особенно при высокой текущей инфляции («выше» целевого уровня) по другим причинам, в частности из-за перегрева, и низком уровне доверия к политике.

Приложение 3.1. Динамика рынка биржевых товаров в последнее время

Основным автором настоящего приложения является Валери Мерсер-Блэкмен, которой оказывали содействие То-Нху Дао и Несе Эрбил.

Цены на биржевые товары повысились на 33 процента за первые шесть месяцев 2008 года, лидировали при этом стремительно росшие цены

на топливо, до некоторого их снижения в третьем квартале этого года. Цены на нефть продолжали быстро расти на протяжении большей части этого периода и остаются на высоком уровне по историческим меркам, несмотря на некоторое снижение в последнее время. Цены на продовольствие подскочили в первом квартале 2008 года, лидировали при этом пшеница и рис, но затем они стабилизировались по мере начала снижения цен на эти зерновые. Повышение цены на сельскохозяйственное сырье и напитки в целом было умеренным, тогда как цены на базовые металлы в целом стабилизировались (рис. 3.17, верхняя часть).

Ведущая роль цен на топливо в быстром росте цен

Цены на нефть достигли рекордно высокого уровня (в номинальном и реальном выражении) 143 долларов США за баррель 11 июля, а затем снизились до 114 долларов к концу августа⁴⁴. Цены на нефть, выраженные в евро, также достигли рекордно высокого уровня, хотя это повышение отставало на 24 процентных пункта от роста в долларовом выражении за первых шесть месяцев 2008 года (рис. 3.17, вторая часть).

Несмотря на незначительное повышение с самого низкого уровня конца 2007 года в плане форвардного покрытия коммерческие запасы ОЭСР оставались на относительно низком уровне в первой половине 2008 года. С учетом этого обстоятельства и недавнего улучшения общей рыночной конъюнктуры (см. ниже), кривая цен фьючерсов перешла от депорта в первом квартале к очень небольшой форвардной премии, а такое сочетание служит стимулом к дальнейшему краткосрочному накоплению запасов (рис. 3.17, третья часть). Тем не менее, сдвиги кривой фьючерсов доминировали в движении по кривой в плане масштабов, особенно в середине сентября, когда общая нестабильность финансовых рынков распространилась на рынки нефти.

Цены на дизельное топливо росли значительно быстрее, чем цены на бензин, что отражало устойчивый рост спроса на этот товар по сравнению с мировыми нефтеперерабатывающими мощностями. Соответственно, маржи переработки в случае дизельного топлива намного выше, чем в случае бензина, хотя маржа переработки бензина временно

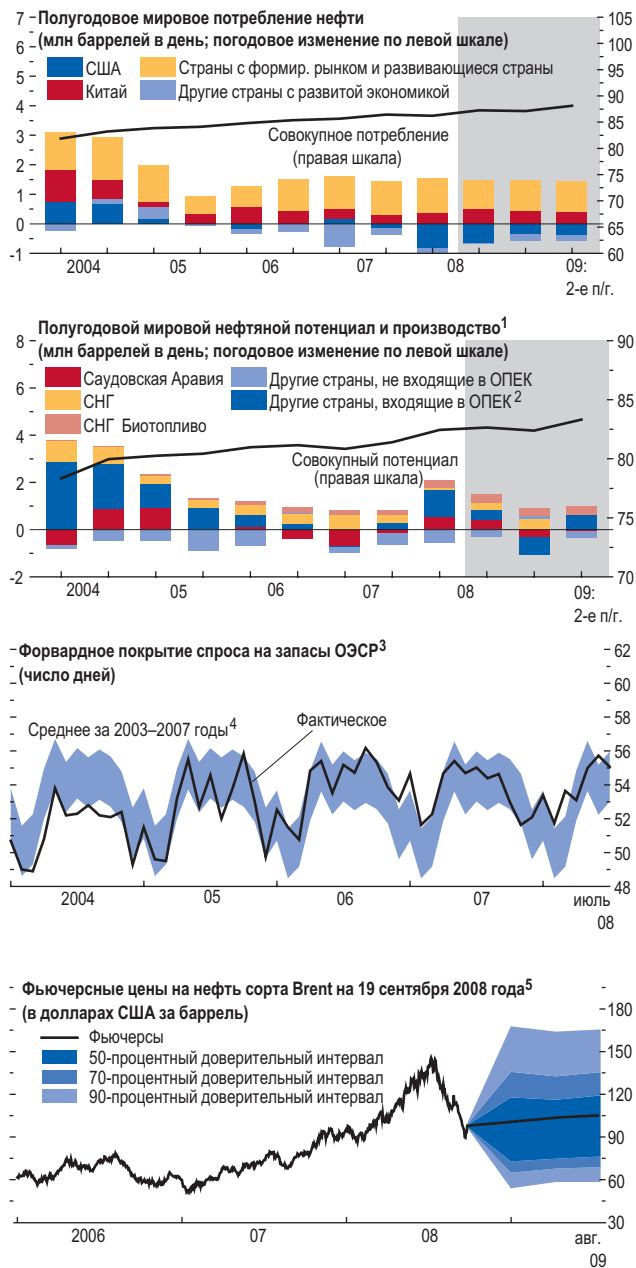
Рисунок 3.17. Цены на биржевые товары и нефть



Источники: Bloomberg Financial Markets; расчеты персонала МВФ.

⁴⁴Если нет других указаний, цены на нефть относятся к средней спотовой цене на нефть, равновзвешенному среднему значению цен на нефть сортов West Texas Intermediate (WTI), Dated Brent, и Dubai Fateh.

Рисунок 3.18. Баланс на мировом рынке нефти и фьючерсные цены на нефть



Источники: Bloomberg Financial Markets; Международное энергетическое агентство; Управление информации по энергетике США; расчеты персонала МВФ.
¹СНГ — Содружество независимых государств. ОПЕК — Организация стран-экспортеров нефти.
²Включая сжиженный природный газ ОПЕК.
³ОЭСР — Организация экономического сотрудничества и развития.
⁴Коридор исходит из средних значений за каждый календарный месяц в течение 2003–2007 гг. и 40-процентного доверительного интервала, основанного на отклонениях за этот период.
⁵Из фьючерсных опционов.

повысилась в середине сентября под влиянием временных простоев НПЗ в связи с ураганами. Цены на другие топливные товары следовали за ценой на нефть, правда с отставанием (рис. 3.17, нижняя часть). Цены на уголь, в частности, повысились на 70 процентов за первые шесть месяцев 2008 года, больше чем какие-либо другие энергопродукты. Это отражало краткосрочные факторы (такие как свои предложения в начале года), узкие места в крупных транспортных портах и постепенную замену углем в производстве электроэнергии более дорогостоящего мазута.

Мировое потребление нефти стало несколько более умеренным после семи лет постоянного роста цен, повысившись приблизительно на 0,7 млн баррелей в день в первой половине 2008 года (в годовом исчислении), по сравнению с 1 млн баррелей в день в 2005–2007 годы. Потребление в странах-членах ОЭСР снизилось на 1,0 млн баррелей в день за этот период, в основном в США, но возросло на 1,5 млн баррелей в день в странах, не входящих в ОЭСР, главным образом в Китае, на Ближнем Востоке и в Латинской Америке (таблица 3.3 и рис. 3.18, верхняя часть). Среди различной продукции спрос увеличился в наибольшей степени на транспортное топливо (бензин и дизельное топливо) под влиянием роста числа владельцев автомобилей в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах в условиях сохраняющихся субсидий топлива и регулирования цен⁴⁵. При этом потребление бензина в США снизилось на 1,7 процента в первой половине 2008 года (первое снижение за по крайней мере 15 лет) и продолжает снижаться до сих пор по предварительным данным. Это объясняется ограниченными доходами при снижении экономической активности и, во все большей степени, реакцией спроса на одно из самых резких повышений цен на бензин в новейшей истории США.

Добыча нефти возросла на 1,6 млн баррелей в день в первой половине 2008 года, по мере роста добычи ОПЕК на 1,7 млн баррелей в день (в годовом исчислении), отчасти из-за принятого организацией в сентябре 2007 года решения об увеличении объема производства с ноября 2007 года. В рамках ОПЕК рост производства в Саудовской Аравии (превысившего таким образом квоту добычи, установленную в сентябре 2007 года), оживление эк-

⁴⁵Во многих странах, ограничивших передачу воздействия мировых цен, из-за субсидий топлива растет бремя для бюджета. Крупные импортеры продукции, такие как Исламская Республика Иран, Малайзия и Пакистан, повысили внутренние цены приблизительно на 20 процентов под влиянием этой нагрузки.

Таблица 3.3. Всемирный спрос на нефть и добыча в разбивке по регионам

(В млн баррелей в день)

	Погодовое процентное изменение											
			2008	2007		2008			2008	2007		2008
	2006	2007	Прогн.	1-е п/г	2-е п/г	1-е п/г	2006	2007	Прогн.	1-е п/г	2-е п/г	1-е п/г
Спрос												
ОЭСР	49,6	49,2	48,4	49,0	49,3	48,1	-0,5	-0,8	-1,3	-1,0	-0,6	-1,9
Северная Америка	25,4	25,5	24,8	25,5	25,5	24,8	-0,6	0,5	-2,6	1,1	-0,2	-3,4
в т.ч.:												
Соединенные Штаты	21,0	21,0	20,3	21,1	22,0	20,2	-0,5	0,0	-3,5	0,8	0,8	3,9
Европа	15,7	15,3	15,2	15,1	15,5	15,0	0,1	-2,4	-0,4	-3,6	-1,2	-0,4
Тихоокеанский регион	8,5	8,3	8,4	8,4	8,3	8,5	-1,4	-1,6	1,1	-2,4	-0,8	0,9
Не вход. в ОЭСР	35,5	36,9	38,3	36,6	37,1	38,2	4,0	3,8	3,8	3,7	3,9	4,0
в т.ч.:												
Китай	7,2	7,5	8,0	7,5	7,6	7,9	7,8	4,6	5,6	4,8	4,3	4,9
Другие страны Азии	9,0	9,3	9,5	9,3	9,2	9,6	2,3	2,8	2,4	2,2	3,5	3,6
Бывший Советский Союз	4,1	4,1	4,2	4,0	4,2	4,1	3,4	1,7	2,5	2,1	1,3	2,2
Ближний Восток	6,2	6,5	6,9	6,5	6,6	6,8	4,0	4,7	5,9	5,5	4,0	6,0
Африка	3,0	3,1	3,1	3,1	3,1	3,2	0,9	3,9	1,7	3,0	4,7	2,2
Латинская Америка	5,3	5,6	5,9	5,5	5,7	5,8	4,6	5,2	4,3	4,8	5,7	4,7
Весь мир	85,1	86,1	86,8	85,7	86,5	86,2	1,3	1,1	0,8	1,0	1,3	0,7
Добыча												
ОПЕК (нынешний состав) ¹	36,3	35,9		35,5	36,4	37,2	0,8	-0,9		-2,1	0,2	4,7
в т.ч.:												
Саудовская Аравия	10,4	10,0		9,9	10,1	10,4	-1,5	-4,4		-7,0	-1,8	5,6
Нигерия	2,5	2,3		2,3	2,4	2,1	-5,2	-4,8		-4,4	-5,1	-8,2
Венесуэла	2,8	2,6		2,6	2,6	2,6	-5,8	-7,8		-9,6	-5,9	-0,7
Ирак	1,9	2,1		2,0	2,2	2,4	4,9	9,9		5,3	14,3	23,9
Не вход. в ОПЕК	49,2	49,6	49,9	49,8	49,4	49,7	1,1	0,9	0,6	1,6	0,1	-0,2
в т.ч.:												
Северная Америка	14,3	14,2	14,1	14,1	14,1	14,2	0,6	0,4	-1,6	-0,3	-0,4	1,0
Северное море	4,8	4,6	4,3	4,7	4,5	4,4	-7,6	-5,0	-6,6	-5,6	-4,4	-5,5
Россия	9,8	10,1	10,0	10,1	10,1	10,0	2,2	2,4	-0,5	3,2	1,6	-0,8
Другие страны бывшего СССР	2,4	2,7	2,9	2,7	2,7	2,9	11,1	12,0	8,4	16,9	7,5	6,5
Другие страны, не вход. в ОПЕК	17,9	17,9	18,6	18,3	18,0	18,3	2,3	0,4	3,5	2,3	-0,2	-0,4
Весь мир	85,5	85,6		85,4	85,8	86,9	1,0	0,1		0,0	0,2	1,9
Чистый спрос²	-0,4	0,5		0,3	0,7	-0,7						

 Источник: International Energy Agency, *Oil Market Report* (сентябрь 2008 года); расчеты персонала МВФ.

¹Включая Анголу (подпадает под квоты с января 2007 года) и Эквадор (вновь вступивший в ОПЕК в ноябре 2007 года после приостановки участия в организации с декабря 1992 по октябрь 2007 года).

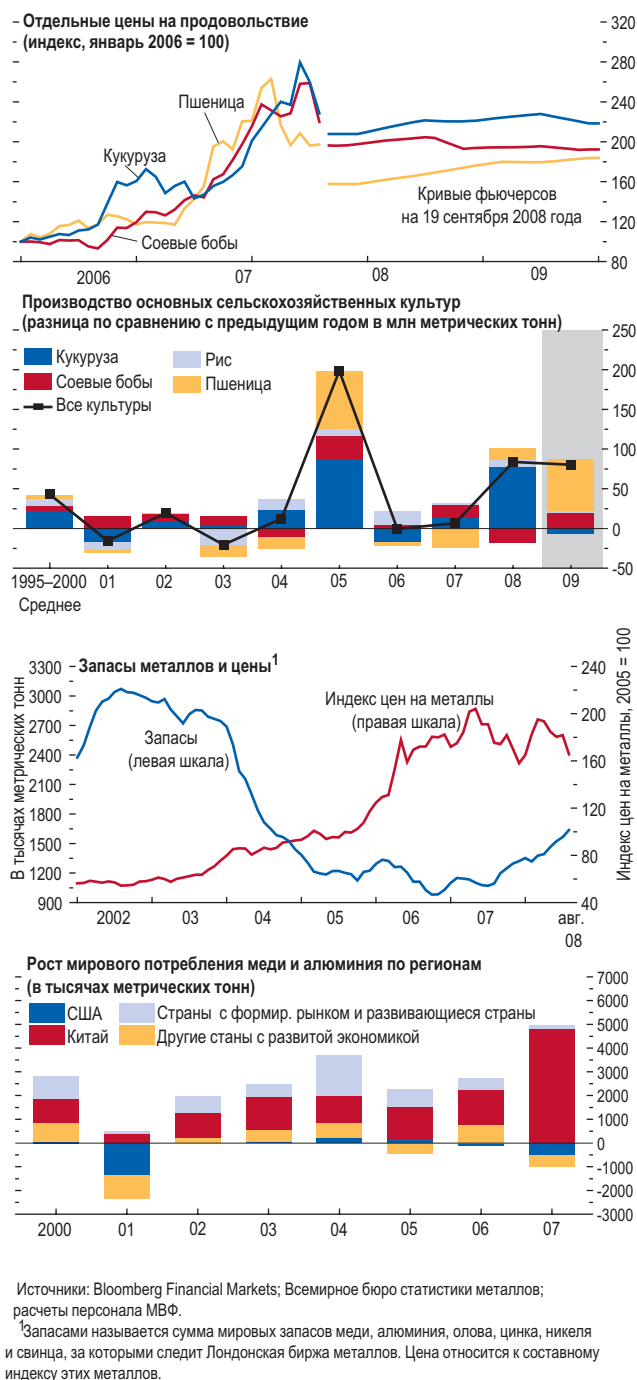
²Чистый спрос — разница между спросом и объемом добычи; включает статистическое расхождение. Положительное значение указывает на ухудшение сбалансированности спроса и предложения

спорта Ирана и производства в Ираке с избытком компенсировали снижение объема производства в Нигерии (в результате непрекращающихся нападений на производственные объекты) и вялого роста производства Венесуэлы. Напротив, предложение нефти вне ОПЕК снизилось на 0,1 млн баррелей в день, что отражало в основном неожиданный спад объема производства в России и истощение месторождений в Северном море и Мексике. Кроме того, на предложении жидкого топлива положитель-

но сказалось значительное увеличение сжиженного природного газа ОПЕК (СПГ, не подлежащего квотам) и биотоплива, на которые пришлось четверть чистого роста предложения в первой половине 2008 года (рис. 3.18, вторая часть).

В краткосрочной перспективе может продолжиться смягчение конъюнктуры рынка нефти. На годовой основе Международное энергетическое агентство (МЭА) прогнозирует рост мирового спроса на 0,8 млн баррелей в день в 2008 году

Рисунок 3.19. События на рынках продовольствия и металлов



и 0,7 млн баррелей в день в 2009 году, то есть его замедление с 1,1 млн баррелей в день в 2007 году. Ожидается рост предложения вне ОПЕК на 1 млн баррелей в день во второй половине 2008 года, прежде чем оно постепенно снизится вновь в 2009 году. Завершение ряда новых проектов, особенно в Саудовской Аравии, должно временно повысить уровни незадействованных производственных мощностей ОПЕК. Ослабление конъюнктуры может, однако, оказаться недолговечным. В своем последнем «Докладе о среднесрочных перспективах рынка нефти» МЭА предполагает, что незадействованные производственные мощности ОПЕК (как доля мирового потребления) снизятся ниже уровня 2008 года к 2012 году, по мере восстановления спроса ОЭСР в последующие годы и при по-прежнему ограниченных трендах роста предложения (отчасти из-за растущих темпов истощения месторождений).

При умеренном ослаблении рыночной конъюнктуры — по крайней мере до конца 2009 года включительно — но все еще низких коммерческих запасов и незадействованных производственных мощностях, ожидается, что цены останутся на высоком уровне, хоть и ниже недавних пиковых значений. Цены на опционы нефтяных фьючерсов указывают на значительно более широкий диапазон неопределенности в отношении перспектив цен, чем в последние годы. Как показано на веерной диаграмме (рис. 3.18, нижняя часть), 90-процентный доверительный интервал цен на нефть на конец 2008 года простирается от приблизительно 60 долларов за баррель до более 165 долларов за баррель, этот диапазон намного шире, чем наблюдаемый обычно.

Цены на продовольствие, растущие под влиянием цен на основные сельскохозяйственные культуры

Цены на зерновые культуры и растительные масла резко возросли в первой половине 2008 года в условиях торговых ограничений и узкого предложения, что привело к 23-процентному росту индекса цен на продовольствие МВФ за первые шесть месяцев 2008 года. Цены на пшеницу достигли рекордно высокого уровня в начале марта этого года после плохих урожаев, связанных с засухой, в 2006 и 2007 годах, но с тех пор снизились по мере получения рекордного урожая в текущем году при благоприятных погодных условиях. Цены на рис начали расти в конце 2007 года, по мере перехода потребителей в развивающихся странах на более дешевый рис с дорогостоящих пшеницы и кукурузы. Рост цен ускорился в начале 2008 года,

когда ведущие экспортеры начали вводить запреты на торговлю (рис. 3.19, верхняя часть)⁴⁶.

Цены на кукурузу и соевые бобы до сих пор оставались на высоком уровне в 2008 году, с недолговечным всплеском в июне, когда наводнения на Среднем Западе США (крупнейшем регионе-производителе в мире) вызвали опасения, что от них пострадает урожай. Цены на другую сельскохозяйственную продукцию также росли, правда значительно более постепенно, отчасти потому что поставки и объемы запасов до сих пор остаются на более высоком уровне. Цены на мясо и птицы повысились из-за повышения стоимости кормов. Ожидается, что цены на продовольствие останутся на высоком уровне, ввиду непрекращающегося давления со стороны спроса, особенно на этанол из кукурузы. По мере переключения ограниченных посевных площадей с кукурузы на пшеницу и соевые бобы под влиянием колебаний относительных цен, ожидается незначительное снижение объема производства кукурузы в 2009 году по сравнению с 2008 годом (рис. 3.19, вторая часть). Кроме того, высокие цены на нефть повлияют на издержки сельскохозяйственного производства в более общем плане в ближайшие годы, особенно через повышение цен на удобрения.

Стабилизация цен на металлы

Расходящимися трендами экономических детерминант объясняется большая разница в показателях рынков базовых металлов в течение 2008 года. Цены на железную руду⁴⁷ повысились на 66 процентов, и цены на медь и алюминий, соответственно, подскочили на 17 процентов и 21 процент, но цены на цинк и никель резко снизились. При снижении спроса на медь и алюминий, объем торговли которыми превышает объем торговли другими металлами, на предложении в основных производителях (Чили, Китай и Южная Африка) отрицательно сказались вызывающий перебои дефицит электроэнергии. С другой стороны, уровни запасов цинка и никеля на Лондонской бирже метал-

лов восстановились при снижении спроса и росте производства (рис. 3.19, третья часть).

В будущем цены на базовые металлы должны несколько снизиться в 2008 и 2009 годах, поскольку ожидается, что рост спроса ослабнет с замедлением мирового промышленного производства и окончанием строительства при подготовке к Олимпийским играм в Китае (рис. 3.19, нижняя часть). При этом из-за нерешенных проблем производства предложение на рынках меди и алюминия, вероятно, останется недостаточным в течение некоторого времени.

Приложение 3.2. Учет повышения цен на продовольствие, 2006–2008 годы

Основным автором настоящего приложения является Валери Мерсер-Блэкмен, ей оказывал содействие Стивен Токарик.

В настоящем разделе описана методология, применяемая в оценке влияния различных факторов спроса и предложения на цены шести основных биржевых товаров, рассмотренных в основном тексте (как показано на рис. 3.5, третья часть). Для упрощения анализ основан на методах простого частичного равновесия.

Суммы дефицитов предложения, связанных с погодными условиями, q_i^{sh} , определены отклонением объема мирового производства от тренда на базе годовых данных об урожаях с 1990 года⁴⁸. Процентное изменение мировой цены на биржевой товар i , в результате дефицита предложения q_i^{sh} рассчитано как:

$$p_i = \% \Delta P_i = \varepsilon_i^m * q_i^{sh} = \sum_c w_c [(\varepsilon_{i,c}^{D*} (C_{i,c} / M_{i,c}) - \varepsilon_{i,c}^{S*} (Q_{i,c} / M_{i,c}))] * q_i^{sh}, \quad (1)$$

где ε_i^m , эластичность мирового спроса по импорту биржевого товара i , является средневзвешенной эластичностью спроса по импорту стран-основных импортеров (где w_c — вес импорта страны c). Оно зависит от эластичностей, соответственно, предложения ($\varepsilon_{i,c}^D$), и спроса ($\varepsilon_{i,c}^S$) страны c . $M_{i,c}$ — совокупный импорт, $C_{i,c}$ — совокупное потребление и $Q_{i,c}$ — совокупное производство биржевого товара i в стране c .

⁴⁸Обычно дефициты (отрицательные отклонения) были результатом снижения урожайности, а не сокращения посевных площадей, включая пшеницу и рапсовое масло, подтверждая, таким образом, избранный метод.

⁴⁶Рис идет в основном на внутреннее потребление, поскольку отношение объема мировой торговли к потреблению очень незначительно (крупные импортеры получают большую часть риса от одного или двух производителей).

⁴⁷Цены на железную руду определяются в годовых контрактах между ее производителями и производителями стали. Повышение в апреле 2008 года в значительной степени отражало быстро растущие расходы на добычу по сравнению с прошлым годом и устойчивый спрос.

Ценовой эффект повышения цен на энергоносители рассчитан с использованием веса топлива и удобрений в издержках производства каждого продовольственного биржевого товара, указанного Министерством сельского хозяйства США (МСХ). В 2007 и 2008 сельскохозяйственных годах издержки рассчитывались на основе прогнозов МВФ цен на биржевые товары, с допущением роста других издержек в соответствии с трендом. Получающаяся доля пальмового масла и рапсового масла в издержках производства основана, соответственно, на расчетах, произведенных в работах Fedepalma (2008) и North Carolina Solar Center (2008). В расчеты закладывается полная передача воздействия роста издержек на цены и аналогичная структура себестоимости растениеводства во всем мире.

Рассчитано влияние возросшего спроса, связанного с биотопливом, на цены продовольственных товаров, в случае которых более одного процента урожая использовалось в качестве исходного сырья для биотоплива (исключая пшеницу)⁴⁹. Увеличение спроса, приписанное биотопливу, затем выражено в виде разницы в процентах между ростом совокупного спроса на сельскохозяйственную культуру (d_i) и ростом спроса за исключением биотоплива (обозначенного d_i^b).⁵⁰ Воздействие на цены (в процентах) затем исчислялось следующим образом:

$$\% \Delta P_i = (d_i - d_i^b) * (1/\varepsilon_i^D), \quad (2)$$

где ε_i^D — эластичность спроса на эту культуру по цене. Использовался ряд оценок эластичности из разных источников (таблица 3.4). Кроме того, поскольку побочным продуктом этанола, производимого из кукурузы, является сухое сброженное зерно с растворимыми веществами (DDGS), которое используется как корм для животных (приблизительно 30 процентов каждого бушеля кукурузы, используемого в производстве), это дополнительное предложение вычтено из спроса для использования в производстве биотоплива.

⁴⁹Доля исходного сырья для биотоплива рассчитывалась при помощи данных МСХ США (с корректировкой доли каждой культуры, использованной в промышленных целях) и данных МЭА по производству биотоплива.

⁵⁰Это определение принимает во внимание два соперничающих друг с другом аспекта. С одной стороны, изменение спроса, а не уровня спроса, оказывает наиболее сильное воздействие на цены. С другой стороны, оно избегает изменение со столь низкого базиса (поскольку доля биотоплива в совокупном спросе незначительна), которое привело бы к завышению влияния роста спроса на использование биотоплива на цену.

Для измерения влияния ограничений торговли в работе Tokarick (2003) использовался несколько видоизмененный вариант модели торговли. Предложение и спрос моделировались как функции-константы эластичности, с применением эластичностей из работы Gardiner, Roningen, and Liu (1989). Данные об объемах торговли биржевыми товарами взяты из базы данных по торговле биржевыми товарами ООН (COMTRADE). Данные о стоимости произведенной продукции рассчитывались при помощи данных о физическом объеме базы данных FAS МСХ США и ценовых индексов МВФ.

Этим совокупным прямым воздействием, которое можно считать первоначальным шоком, объясняется почти половина общего повышения цен этих продовольственных товаров в рассматриваемом периоде (2006 и 2007 сельскохозяйственных годах). Было бы невозможно полностью учесть косвенное воздействие шоков. При этом возможно получить представление об относительном масштабе взаимного воздействия замещения и параллельного движения предложения и спроса. Рассматриваются два показателя (таблица 3.2).

- *Для замещения между биржевыми товарами.* При предположении об симметричности и отсутствии эффектов второго порядка, воздействие роста цены на биржевой товар j , ΔP_j , на цену биржевого товара i , ΔP_i , получается из следующего выражения:

$$\frac{\Delta P_i}{P_i} = \frac{\varepsilon_{i,j}}{\varepsilon_i} * \left(\frac{\Delta P_j}{P_j} \right), \quad (3)$$

где $\varepsilon_{i,j}$ — перекрестная эластичность по цене предложения (спроса) между биржевыми товарами i и j , и ε_j — эластичность предложения (спроса) по цене биржевого товара j , предполагая, что биржевые товары i и j являются товарами-субститутами в производстве (потреблении).

- *Параллельная динамика с течением времени.* Определялась при помощи статистики совпадения. Эта статистика рассчитывалась по всем парам цен на биржевые товары при помощи месячных данных с января 1957 по май 2008 года (начиная с 1980 года для рапсового масла) по методологии работы Cashin, McDermott, and Scott (1999). Статистика совпадения между биржевыми товарами i и j , определенная как доля времени, в течение которого два биржевых то-

Таблица 3.4. Оценки эластичности, использованные в расчетах цен

	Эластичность спроса по цене	Эластичность предложения по цене	Перекрестная эластичность предложения по цене пшеницы	Перекрестная эластичность спроса по цене соевых бобов ¹
Кукуруза	от -0,21 до -0,43	0,50	от -0,08 до -0,1	от 0,36 до 0,54
Рис	-0,38	0,32	...	...
Пшеница	-0,3	0,48	...	...
Соевые бобы/соевое масло	от -0,31 до -0,48	0,23	-0,03	...
Рапсовое масло	-1,2	0,58	от -0,62 до -0,8	0,57
Пальмовое масло	-0,47	0,21	...	...

¹Соевые бобы являются важными заменителями кукурузы со стороны предложения и спроса. Оценки перекрестного предложения кукурузы и соевых бобов находятся в диапазоне между -0,27 и -0,3.

вара находятся в одинаковой фазе цикла, обозначается следующим образом:

$$C_{i,j} = T^{-1} \left\{ \sum_{l=1}^T (S_{i,l} * S_{j,l}) + \sum_{l=1}^T (1 - S_{i,l}) (1 - S_{j,l}) \right\}, \quad (4)$$

где $S_{i,t}$ — бинарная случайная переменная, значение которой равно единице, когда цена на биржевой товар i , P_i , находится в фазе бума и нулю, когда она находится в фазе спада. Таково же и определение S_j . T — размер выборки и $C_{ij} \in \{0,1\}$ — показатель доли времени, в течение которого два ряда находятся в одинаковой фазе. Оценки эластичности, использованные

в расчетах, взвешены, глобальные составные эластичностей отдельных стран взяты из работы Gardiner, Roningen, and Liu (1989). Правдоподобные диапазоны эластичности для соевого масла и европейского рапсового масла также взяты из оценок модели FAPRI/GOLD в работах Westhoff and Young (2000) и Arnade, Kelch, and Leetmaa (2002). Исползованные оценки и диапазоны приведены в таблице 3.4.

Приложение 3.3. Оценка инфляционных эффектов шоков цен на биржевые товары

Основным автором настоящего приложения является Ирина Тайтелл.

В настоящем разделе излагается методология двух эконометрических исследований, рассмотренных в основном тексте и на рисунках 3.11 и 3.12.

Передача воздействия цен биржевых товаров

Коэффициенты передачи воздействия, показанные на рис. 3.11, получены с использованием квартальных данных по 25 странам с формирую-

щимся рынком и 21 стране с развитой экономикой (9 — за период 1970–1995 годов). Во-первых, отражение мировых цен продовольствия и топлива во внутренних ценах рассчитывается при помощи страновых двумерных регрессий следующего вида:

$$\pi_t^{\text{внутренние}} = \alpha + \sum_{i=1}^4 \beta_i \pi_{t-i}^{\text{внутренние}} + \sum_{i=0}^4 \delta_i \pi_{t-i}^{\text{мировые}} + \varepsilon_t. \quad (1)$$

В этих уравнениях π обозначает логарифмическую разность по сравнению с предыдущим кварталом в годовом исчислении (в процентах), соответственно, цен на продовольствие или топливо (в уравнения также входят сезонные условные переменные). Указанные коэффициенты передачи воздействия отражают полную долгосрочную передачу воздействия международных цен на внутренние:

$$\text{передача воздействия цен} = \frac{\sum_{i=0}^4 \delta_i}{1 - \sum_{i=1}^4 \beta_i}. \quad (2)$$

Во-вторых, передача воздействия внутренних цен продовольствия и топлива на базовую инфляцию рассчитывается при помощи следующих обобщенных уравнений кривой Филлиппса для каждой страны⁵¹

$$\pi_t = \alpha + \sum_{i=1}^4 \beta_i \pi_{t-i} + \sum_{i=0}^4 \gamma_i (y_{t-i} - y_{t-i}^*) + \sum_{i=0}^4 \phi_i \pi_{t-i}^{\text{продукты}} + \sum_{i=0}^4 \varphi_i \pi_{t-i}^{\text{топливо}} + \varepsilon_t \quad (3)$$

⁵¹Этот подход аналогичен использованному в работе De Gregorio, Landerretche, and Neilson (2007) для оценки передачи воздействия мировой цены нефти на внутреннюю инфляцию. См. также работу Blanchard and Galí (2007).

$$\text{передача воздействия цен на продукты} = \frac{\sum_{i=0}^4 \phi_i}{1 - \sum_{i=1}^4 \beta_i}$$

$$\text{передача воздействия цен на продукты} = \frac{\sum_{i=0}^4 \phi_i}{1 - \sum_{i=1}^4 \beta_i} .$$

Как и выше, π обозначает логарифмическую разность по сравнению с предыдущим кварталом в годовом исчислении (в процентах) базовой инфляции, цен на продовольствие и топливо, тогда как u и u^* обозначают логарифмическую разность по сравнению с предыдущим кварталом в годовом исчислении (в процентах), соответственно, реального и потенциального ВВП (в уравнения также входят сезонные условные переменные)⁵². В целях ограничения искажения оценок эндогенными факторами, передача воздействия внутренних цен биржевых товаров на базовую инфляцию рассчитывается с использованием прогнозов внутренней инфляции цен на продовольствие и топливо из двумерных регрессий первого этапа. Таким образом, внутренние цены на продовольствие и топливо отражают лишь вариации, вызванные изменениями в мировых ценах и запаздывающими эффектами эволюции внутренних цен, а не изменениями в издержках, связанных с оплатой труда, транспортом и розничной торговлей, которые могут быть вызваны теми же причинами, что и общий уровень инфляции.

Получаемые коэффициенты передачи воздействия агрегируются по странам с использованием средневзвешенных значений, с весами, обратно пропорциональными стандартным ошибкам соответствующих страновых коэффициентов⁵³. При данных значительных вариациях в отдельных странах (особенно с формирующимся рынком), отражающих отчасти различия в качестве данных, измерении инфляции и периодах выборки, этот метод призван предоставить больший вес более точно рассчитанным коэффициентам передачи воздействия.

⁵²Базовая инфляция основана на ИПЦ за исключением цен на продовольствие и энергоносители. Данные ОЭСР о потенциальном ВВП использованы для стран ОЭСР и тренд с фильтром Хедрика-Прескотта использован для оценки потенциального ВВП для стран, не входящих в ОЭСР.

⁵³В динамических моделях предпочтительно агрегировать страновые оценки, нежели агрегировать исходные данные или использовать объединенные панельные регрессии, как показано в работе Pesaran and Smith (1995).

Ожидания и фактическая инфляция

Реакция ожиданий на фактическую инфляцию, показанная на рис. 3.12, основана на наборе панельных данных за полгода для 14 стран с развитой экономикой и 21 страны с формирующимся рынком, охватывающем период с 2003 года. В модели связываются изменения в ожидаемой инфляции с изменениями в фактическом общем уровне инфляции и последний разделяется на базовую инфляцию и изменения в темпах роста внутренних цен на продовольствие и топливо⁵⁴:

$$\begin{aligned} \Delta\pi_{i,t}^{\text{ожидаемая}} &= \lambda_i + \theta\Delta\pi_{i,t}^{\text{фактическая}} + \varepsilon_{i,t} \\ &= \mu_i + \alpha\Delta\pi_{i,t}^{\text{базовая}} + \beta\Delta\pi_{i,t}^{\text{продукты}} \\ &\quad + \gamma\Delta\pi_{i,t}^{\text{топливо}} + v_{i,t} . \end{aligned} \quad (4)$$

В этих уравнениях $\Delta\pi$ обозначает разности первого порядка в ожидаемой инфляции при разных горизонтах (1, 3, 5 и 6–10 лет вперед) и фактической инфляции (общем уровне, а также его базовом, продовольственном и топливном компонентах) в процентных пунктах. Данные об инфляционных ожиданиях получены от Consensus Economics и основаны на обследованиях профессиональных аналитиков конъюнктуры, публикуемых два раза в год в марте/апреле и сентябре/октябре. Для соблюдения этой периодичности данные о фактической инфляции относятся к первому и третьему кварталу каждого года и измеряются в годовом исчислении. В целях более четкого разделения воздействия цен на продовольствие и топливе от базовой инфляции, вместо фактической базовой инфляции используется остаточная величина из регрессии основной инфляции по росту цен продовольствия и топлива (разности первого порядка). В уравнения также входят страновые и годовые фиксированные эффекты. В указанные результаты входят только коэффициенты, статистически значимые на уровне 10 процентов.

Выборка стран с формирующимся рынком затем разделяется по весам продовольствия в ИПЦ и по типу денежно-кредитного режима⁵⁵. Выделены страны с высоким (низким) весом, если доля продовольствия в их ИПЦ превышает (или ниже) 25 процентов. Согласно этому определению Чили, Китай,

⁵⁴См. в работах Goretto and Laxton (2005) и Levin, Natalucci, and Piger (2004) аналогичный анализ, правда без разбивки общего уровня инфляции на базовый, продовольственный и топливный компоненты.

⁵⁵Стоит отметить, что две разбивки совпадают: в странах, применяющих таргетирование инфляции, обычно относительно низкие веса продовольствия.

Колумбия, САР Гонконг, Индия, Индонезия, Перу, Румыния, Россия, Тайвань, провинция Китая, Турция и Украина имеют высокий вес продовольствия в ИПЦ; а Бразилия, Чешская Республика, Венгрия, Корея, Мексика, Польша, Сингапур, Словацкая республика и Таиланд имеют низкий вес продовольствия. Согласно типу денежно-кредитного режима, к странам, применяющим таргетирование инфляции, относятся страны, которые ввели этот режим до начала периода выборки, и не включаются страны, приступившие к таргетированию инфляции позднее. Поэтому Бразилия, Чили, Колумбия, Чешская Республика, Венгрия, Корея, Мексика, Перу, Польша и Таиланд относятся к странам, проводящим таргетированием инфляции, тогда как Китай, САР Гонконг, Индия, Индонезия, Румыния, Россия, Сингапур, Словацкая республика, Тайвань, провинция Китая, Турция и Украина не относятся к странам, применяющим таргетирование инфляции.

ЛИТЕРАТУРА

- Adrangi, Bahram, and Arjun Chatrath, 2006, "Do Commodity Traders Herd," Working Paper No. 11 (Portland, Oregon: University of Portland).
- Akram, Q. Farooq, 2008, "Commodity Prices, Interest Rates and the Dollar," Working Paper 2008/12 (Oslo: Central Bank of Norway).
- Alichi, A., H. Chen, K. Clinton, C. Freedman, O. Kamenik, and D. Laxton, forthcoming, "Inflation-Forecast Targeting under Imperfect Policy Credibility," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Arnade, Carlos, David Kelch, and Susan Leetmaa, 2002, "Supply Response in France, Germany and the UK: Technology and Price," paper presented at the Agricultural and Applied Economics Association 2002 Summer Meetings, Long Beach, California, July 28–31.
- Arnone, Marco, Bernard J. Laurens, Jean-François Segalotto, and Martin Sommer, 2007, "Central Bank Autonomy: Lessons from Global Trends," IMF Working Paper 07/88 (Washington: International Monetary Fund).
- Ball, Laurence, and N. Gregory Mankiw, 1995, "Relative-Price Changes as Aggregate Supply Shocks," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 110 (February), pp. 161–93.
- Barclays Capital, 2008, *The Commodity Refiner* (Spring).
- Bernanke, Ben S., 2004, "The Logic of Monetary Policy," Remarks before the National Economists Club, Washington, D.C. (December 2). Available at www.federalreserve.gov/BoardDocs/Speeches/2004/20041202/default.htm.
- Blanchard, Olivier, and Jordi Galí, 2007, "The Macroeconomic Effects of Oil Shocks: Why Are the 2000s So Different from the 1970s?" NBER Working Paper No. 13368 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Bordo, Michael D., 1980, "The Effects of Monetary Change on Relative Commodity Prices and the Role of Long-Term Contracts," *Journal of Political Economy*, Vol. 88 (December), pp. 1088–109.
- Bradsher, Keith, and Andrew Martin, 2008, "The Food Chain: Hoarding Nations Drive Food Costs Even Higher," *New York Times*, June 30.
- Bryan, Michael F., and Stephen G. Cecchetti, 1994, "Measuring Core Inflation," in *Monetary Policy*, ed. by N. Gregory Mankiw (Chicago: University of Chicago Press for National Bureau of Economic Research), pp. 195–215.
- Büyüksahin, Bahattin, Michael Haigh, and Michel Robe, 2008 "Commodities and Equities: A 'Market of One'," Working Paper (Social Science Research Network). Available at www.ssrn.com.
- Cashin, Paul C., John McDermott, and Alasdair Scott, 1999, "The Myth of Comoving Commodity Prices," IMF Working Paper 99/169 (Washington: International Monetary Fund).
- Clarida, Richard H., 2007, *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment* (Chicago: University of Chicago Press for National Bureau of Economic Research).
- Coady, David, Moataz El-Said, Robert Gillingham, Kangni Kpodar, Paulo Medas, and David Newhouse, 2006, "The Magnitude and Distribution of Fuel Subsidies: Evidence from Bolivia, Ghana, Jordan, Mali, and Sri Lanka," IMF Working Paper 06/247 (Washington: International Monetary Fund).
- Cooper, Richard, Robert Lawrence, Barry Bosworth, and Hendrik Houthakker, 1975, "The 1972–75 Commodity Boom," *Brookings Papers on Economic Activity*: 3, Brookings Institution, pp. 671–723.
- Costello, Dave, 2006, "Reduced Form Energy Elasticities from EIA's Regional Short-Term Energy Model (RSTEM)" (unpublished: Washington: Energy Information Agency, May). Accessed at www.eia.doe.gov/emeu/steo/pub/pdf/elasticities.pdf.
- Cuddington, John T., and Daniel Jerrett, 2008, "Super Cycles in Real Metals Prices?" *IMF Staff Papers*, forthcoming.

- Deaton, Angus, and Guy Laroque, 1992, "On the Behaviour of Commodity Prices," *The Review of Economic Studies*, Vol. 59 (January), pp. 1–23.
- De Gregorio, José, Oscar Landerretche, and Christopher Neilson, 2007, "Another Pass-Through Bites the Dust? Oil Prices and Inflation," Working Paper No. 417 (Santiago: Central Bank of Chile).
- Eckstein, Otto, 1981, *Core Inflation* (Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice-Hall).
- Fedepalma, 2008, "Actualización de Costos de Producción de Aceite de Palma," study by Duarte, Guterma y Compania Ltda (Bogotá, July).
- Feiger, George, 1976, "What Is Speculation?" *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 90 (November), pp. 677–87.
- Food and Agriculture Organization (FAO), 2008, "Food Outlook: Global Market Analysis" (Rome, June).
- Frankel, Jeffrey A., 1986, "Expectations and Commodity Price Dynamics: The Overshooting Model," *American Journal of Agricultural Economics*, Vol. 68 (May), pp. 344–48.
- , 2006, "The Effect of Monetary Policy on Real Commodity Prices," NBER Working Paper No. 12713 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Friedman, Milton, 1953, "The Case for Flexible Exchange Rates," in *Essays in Positive Economics* (Chicago: University of Chicago Press).
- Fung, Ben Siu Cheong, Scott Mitnick, and Eli Remolona, 1999, "Uncovering Inflation Expectations and Risk Premiums from Internationally Integrated Financial Markets," Working Paper No. 99-6 (Ottawa: Bank of Canada).
- Gardiner, Walter H., Vernon Roningen, and Karen Liu, 1989, "Elasticities in the Trade Liberalization Database," Economic Research Service Staff Report No. 89-20 (Washington: U.S. Department of Agriculture, May).
- Gerlach, Stefan, Alberto Giovannini, Cedric Tille, and José Viñals, forthcoming, "Low Inflation: Testing Times for Central Banks," 10th Geneva Report on the World Economy (London: International Center for Monetary and Banking Studies and Centre for Economic Policy Research).
- Goretti, Manuela, and Douglas Laxton, 2005, "Long-Term Inflation Expectations and Credibility," Box 4.2 in *World Economic Outlook: Building Institutions*, September (Washington: International Monetary Fund).
- Haigh, Michael, Jana Hranaiova, and Jim Overdahl, 2007, "Hedge Funds, Volatility, and Liquidity Provision in Energy Futures Markets," *Journal of Alternative Investments* (Spring), pp. 10–38.
- Hamilton, James D., 2008, "Understanding Crude Oil Prices," Energy Policy and Economics Working Paper No. 023 (San Diego: University of California Energy Institute).
- Harrison, J. Michael, and David M. Kreps, 1978, "Speculative Investor Behavior in a Stock Market with Heterogeneous Expectations," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 92 (May), pp. 323–36.
- Ilzetzki, Ethan O., Carmen M. Reinhart, and Kenneth S. Rogoff, forthcoming, "Exchange Rate Arrangements Entering the 21st Century: Which Anchor Will Hold?"
- Interagency Task Force on Commodity Markets (ITC), 2008, *Interim Report on Crude Oil* (Washington, July). Available at www.cftc.gov/stellent/groups/public/@newsroom/documents/file/itfinterimreportoncrudeoil0708.pdf.
- International Energy Agency, 2008, "IEA Medium-Term Oil Market Report" (Paris, July).
- International Monetary Fund (IMF), 2008a, *Senegal: Selected Issues*, IMF Country Report No. 08/221 (Washington).
- , 2008b, "Food and Fuel Prices—Recent Developments, Macroeconomic Impact, and Policy Responses" (Washington, June and September). Available at www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/063008.pdf and www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/091908.pdf.
- , 2008c, *Global Financial Stability Report: Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness*, (Washington, April).
- , 2008d, *Global Financial Stability Report: Financial Stress and Deleveraging—Macro-Financial Implications and Policy* (Washington, October).
- Jaumotte, Florence, and Irina Tytell, 2007, "How Has the Globalization of Labor Affected the Labor Income Share in Advanced Countries?" IMF Working Paper 07/298 (Washington: International Monetary Fund).
- Kilian, Lutz, 2008, "A Comparison of the Effects of Exogenous Oil Supply Shocks on Output and Inflation in the G7 Countries," *Journal of the European Economic Association*, Vol. 6 (January), pp. 78–121.
- King, Mervyn, 2005, "Monetary Policy: Practice Ahead of Theory," Mais Lecture at the Cass Business School, City University, London (May 17). Available at www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2005/speech245.pdf.
- Krautkraemer, Jeffrey, A., 1998, "Nonrenewable Resource Scarcity," *Journal of Economic Literature*, Vol. 36 (December), pp. 2065–107.

- Krugman, Paul, 2008, "The Oil Nonbubble," *New York Times*, May 12.
- Kumhof, Michael, and Douglas Laxton, 2007, "A Party Without a Hangover? On the Effects of U.S. Government Deficits," IMF Working Paper 07/202 (Washington: International Monetary Fund).
- Lalonde, René, and Dirk Muir, 2007, "The Bank of Canada's Version of the Global Economy Model," Technical Report No. 98 (Ottawa: Bank of Canada).
- Levin, Andrew T., Fabio M. Natalucci, and Jeremy M. Piger, 2004, "The Macroeconomic Effects of Inflation Targeting," *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Vol. 86 (July/August), pp. 51–80.
- Mill, John Stuart, 1871, *Principles of Political Economy* (7th ed.).
- Mishkin, Frederic S., and Klaus Schmidt-Hebbel, 2007, "Does Inflation Targeting Make a Difference?" NBER Working Paper No. 12876 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- North Carolina Solar Center, 2006, "North Carolina Canola Production" (Raleigh, North Carolina: North Carolina Solar Center and the North Carolina State University, September).
- Pesaran, M. Hashem, and Ron Smith, 1995, "Estimating Long-Run Relationships from Dynamic Heterogeneous Panels," *Journal of Econometrics*, Vol. 68 (July), pp. 79–113.
- Radetski, Marian, 2006, "The Anatomy of Three Commodity Booms," *Resources Policy*, Vol. 31 (March) pp. 56–64.
- Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff, 2004, "The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 119 (February), pp. 1–48.
- Rigobon, Roberto, 2008, "Commodity Pass-Through," presented at the international conference "The Global Rise in Food Prices and the U.S. Slowdown: Issues and Challenges in Monetary Policy" held in Lima, Peru, June 16–17, 2008, and jointly organized by the Central Reserve Bank of Peru and the Office of the Chief Economist for Latin America and the Caribbean Region of the World Bank.
- Sargent, Thomas J., and Neil Wallace, 1985, "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic," *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, Vol. 9 (Winter), pp. 15–31.
- Shen, Pu, and Jonathan Corning, 2001, "Can TIPS Help Identify Long-term Inflation Expectations?" *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review* (Fourth Quarter), pp. 61–87.
- Sims, Christopher A., 2003, "Implications of Rational Inattention," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 50 (April), pp. 665–90.
- Smith, Adam, 1776, *The Wealth of Nations*.
- Soderlind, Paul, and Lars Svensson, 1997, "New Techniques to Extract Market Expectations from Financial Instruments," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 40 (October), pp. 383–429.
- Tokarick, Stephen, 2003, "Measuring the Impact of Distortions in Agricultural Trade in Partial and General Equilibrium," IMF Working Paper 03/110 (Washington: International Monetary Fund).
- Trostle, Ronald, 2008, "Global Agriculture Supply and Demand: Factors Contributing to the Recent Increase in Food Commodity Prices," Outlook Report No. WRS-0801 (Washington: U.S. Department of Agriculture, July).
- U.S. Department of Agriculture (USDA), 2008, "World Agricultural Supply and Demand Estimates," WASDE-458 (May 9).
- Westhoff, Patrick, and Robert Young, 2002, "Modeling the European Union Agri-Food Sector: An Update on the FAPRI Approach," FAPRI Paper (Columbia, Missouri: University of Missouri, Food and Agricultural Policy Research Institute).
- World Bank, 2007, *World Development Report 2008: Agriculture for Development* (Washington).

В настоящей главе рассматривается вопрос о том, почему некоторые эпизоды финансового стресса приводят к экономическим спадам, а другие оказывают только ограниченное воздействие на экономику в целом. Анализ указывает на то, что эпизоды финансовых потрясений, характеризующиеся трудностями банковской сферы, скорее связаны с серьезными и продолжительными спадами, чем периоды стресса, вызванные в основном рынками ценных бумаг или валютными рынками. Страны с финансовыми системами, основанными на большей независимости сторон, по-видимому, особенно уязвимы по отношению к резкому снижению экономической активности из-за большей проциклическости доли заемных средств (левериджа) в их банковских системах. В этой главе делаются выводы для экономических перспектив в США и зоне евро и рассматривается вопрос о том, как ответные меры политики могут помочь ограничить последствия текущего и будущих финансовых кризисов.

Финансовые потрясения, которые начались летом 2007 года, превратились в полномасштабный кризис, охватив более широкие рынки ценных бумаг и банковские системы нескольких стран с развитой экономикой. Как это скажется на макроэкономической активности, и что могут сделать директивные органы как для уменьшения макроэкономических последствий кризиса, так и для предотвращения таких кризисов в будущем? Хотя прошлые эпизоды стресса в банковской сфере, на рынке ценных бумаг и/или валютном рынке лишь иногда были связаны с экономическими спадами (рис. 4.1, верхняя часть), эти спады часто носили более тяжелый характер (рис. 4.1, нижняя часть).

Важным аспектом оценки воздействия финансового стресса на экономическую активность является роль финансовых циклов, которые были постоянной чертой экономического ландшафта несмотря на развитие финансовых систем, благодаря инновациям и изменениям в регулировании.

Основными авторами настоящей главы являются Субир Лалл, Роберто Кардарелли и Секим Элекдаг, им оказывали поддержку Анджела Эспириту и Гавин Асдорян. Авторы консультировали Хюн Сон Шин. Йорг Декрессин и Тим Лейн руководили работой по подготовке главы.

Финансовым системам присущ проциклический характер, при котором рост кредита, левериджа и цен на активы часто усиливает базовую экономическую динамику, и в некоторых случаях ведет к наращиванию финансовых дисбалансов, за которыми следовала резкая корректировка (см. Bogio, 2007; Goodhart, 1996, и Minsky, 1992).

Воздействие финансовых циклов на реальную экономику остается предметом споров в академических и политических кругах. Одно направление исследований подчеркивает роль финансового акселератора в расширении воздействия финансовых циклов на реальную экономику через его воздействие на стоимость залогового обеспечения и тем самым на готовность финансовой системы предоставлять кредит экономике (Bernanke and Gertler, 1995; Bernanke, Gertler, and Gilchrist, 1999; и Kiyotaki and Moore, 1997). Согласно этой точке зрения, шоки, которые влияют на кредитоспособность заемщиков, часто усиливают колебания объема производства. Другая часть исследователей уделяет основное внимание балансам кредиторов и связи между банковским капиталом и совокупным кредитом, так называемому механизму банковского капитала (Bernanke, Lown, and Friedman, 1991; Kashyap and Stein, 1995; Peek and Rosengren, 1995; и Altunbas, Gambacorta, and Marques, 2007). Когда банковский капитал сокращается, банки кредитуют менее охотно и могут быть вынуждены сократить долю заемных средств, что ведет к усилению экономических спадов. Еще одной областью анализа является степень, в которой роль финансового акселератора в экономике меняется в зависимости от типа финансовой системы («Перспективы развития мировой экономики», сентябрь 2006 года; и Rajan and Zingales, 2003). Общая тенденция к более широкому использованию финансирования на основе независимости сторон и сокращению кредитования на основе долгосрочных отношений, возможно, позволила экономике лучше пережить финансовый стресс, так как население и фирмы теперь могут заменять банковское финансирование рыночным (и таким образом пользоваться так называемыми «спаренными двигателями» финансовой системы).

С учетом этих условий в настоящей главе рассматриваются следующие вопросы. Почему некоторые периоды финансового стресса связаны со

Рисунок 4.1. Финансовый стресс и сокращение производства

Примерно лишь в половине случаев за эпизодами финансового стресса, выявленными в главе 4 для стран с развитой экономикой за последние три десятилетия, последовали экономические спады. Снижение экономической активности и рецессии, которым предшествовал финансовый стресс, часто были более продолжительными и серьезными.



Источники: Naver Analytics; аналитическая база данных ОЭСР; OECD, *Economic Outlook* (2008).
¹ Измеряются как совокупные потери производства, когда производство ниже тренда Ходрика-Прескотта в случае снижения активности, и как совокупные потери до подъема в случае рецессий.

спадами или даже рецессиями, тогда как другие, видимо, практически не оказывают воздействия на реальную экономику? Какую роль играет величина или место финансовых диспропорций или состояние балансов населения и фирм? Привели ли финансовые инновации к снижению роли банков в передаче шоков от финансовой системы реальной экономике?

Для ответа на эти вопросы в настоящей главе анализируются эпизоды финансового стресса и экономических циклов в 17 странах с развитой экономикой за последние три десятилетия¹. В ней делаются выводы на основе этих эпизодов путем дифференциации с учетом условий, существовавших в начале эпизода финансового стресса (в том числе состояния балансов населения и фирм, динамики кредита и цен на активы), типа финансового стресса (то есть, связан ли он с банками, рынками ценных бумаг или валютными рынками) и ответных мер политики. Все эти факторы вместе обеспечивают полное представление о каналах и механизмах, через которые финансовый стресс воздействует на экономические циклы². Хотя установление причинно-следственной связи между финансовым стрессом и экономическими спадами неизбежно представляет собой сложную задачу, в этой главе делается попытка проанализировать эту проблему, учитывая в явной форме воздействие наиболее распространенных шоков, изученных в макроэкономической литературе.

Ниже приводятся основные выводы, сделанные в настоящей главе.

- Эпизоды финансовых потрясений, характеризующиеся трудностями банков, чаще связаны с глубокими и продолжительными спадами, чем эпизоды стресса, вызванные в основном рынками ценных бумаг или валютными рынками.
- Вероятность того, что за финансовым стрессом последует спад, по-видимому, связана с масштабами роста цен на жилье и увеличением совокупного кредита в период до финансового стресса. Кроме того, более широкое использова-

¹Страны, охваченные этим исследованием: Австралия, Австрия, Бельгия, Соединенное Королевство, Дания, Германия, Испания, Италия, Канада, Нидерланды, Норвегия, США, Финляндия, Франция, Швейцария, Швеция и Япония.

²Этот более общий подход дополняет недавние исследования эмпирических взаимосвязей между ценами на активы (такими как акции и дома и спредами по облигациями) и динамикой производства во время экономического цикла (см. Cihák and Koeva, готовится к публикации; и Claessens, Kose, and Terrones, 2008) или между банковским капиталом, кредитованием и производством (см. Bayoumi and Melander, 2008, и Kashyap, Rajan, and Stein, 2008, в условиях США).

ние внешнего финансирования населением и нефинансовыми фирмами связано с более резкими спадами после финансового стресса.

- Страны с финансовыми системами, основанными на большей независимости сторон, по-видимому, уязвимы в плане более резкого снижения экономической активности после трудностей в банковской сфере, поскольку левверидж в банковской системе, по-видимому, имеет более проциклический характер в странах с более высоким уровнем финансовых инноваций.
- Значение основных финансовых посредников в плане передачи воздействия финансовых шоков на реальную экономику предполагает, что меры политики, содействующие восстановлению капитальной базы этих организаций, могут смягчать спады, когда есть прочная система финансовой стабильности.
- Характерная динамика цен на активы и совокупного кредита в США во время текущего эпизода финансового стресса представляется схожей с динамикой прошлых эпизодов, за которыми следовали рецессии. В частности, изменения в динамике чистого заимствования населения (одного из показателей использования внешнего финансирования) близко следовали траектории прошлых рецессий. Нефинансовые фирмы вступили в период неурядиц, имея относительно прочные позиции. В сочетании с крупными убытками, понесенными ведущими банковскими организациями, эти факторы означают, что США по-прежнему сталкиваются со значительными рисками рецессии, даже если реальные процентные ставки остаются низкими по меркам рецессий, вызванных финансовым стрессом. В зоне евро относительно прочные балансы населения обеспечивают некоторую защиту от резкого спада, несмотря на значительное повышение цен на активы и коэффициентов кредитования накануне финансовых потрясений.

Оставшаяся часть главы построена следующим образом. В следующем разделе развивается концепция финансового стресса, которая применяется в этой главе, а затем эта концепция используется для выявления эпизодов финансовых потрясений за последние три десятилетия. Затем в главе анализируется динамика экономических циклов после этих эпизодов финансового стресса. В последующем разделе рассматриваются факторы, связанные с экономическими спадами и рецессиями, а также проводятся различия между эпизодами, когда наблюдались спады, и эпи-

зодами, когда они отсутствовали. После анализа на макроуровне излагается анализ на микроуровне проциклическости леввериджа инвестиционных и коммерческих банков в системах, основанных на независимости сторон и долгосрочных отношениях. Затем внимание в этой главе переключается на шесть самых известных эпизодов связанного с банками финансового стресса, а текущие финансовые потрясения рассматриваются в историческом контексте. В заключительном разделе приводятся некоторые выводы для экономической политики.

Выявление эпизодов финансового стресса

Финансовые системы (как финансовые организации, так и механизмы посредничества) исторически подвержены периодам быстрого роста, за которыми следовала корректировка³. Для лучшего понимания воздействия финансовых циклов на экономику целесообразно рассмотреть прошлые эпизоды финансового стресса, которые обладают чертами, схожими с текущим эпизодом.

Текущий эпизод наступил в начале 2007 года как в целом упорядоченная переоценка стоимости риска по активам, связанным с непервоклассными ипотеками США. К лету он быстро превратился в острую нехватку ликвидности в банковских системах США и Западной Европы и привел к серьезным неурядицам на рынке межбанковского финансирования⁴. Позднее кризис вновь мутировал, поскольку большие убытки по кредитам вызвали сомнения относительно достаточности капитала многих банков. Кроме того, стресс

³Историю финансовых кризисов см. в работе Kindleberger and Aliber (2005). Хорошо известное объяснение этой проциклической особенности содержится в гипотезе Мински о финансовой нестабильности (Minsky, 1992), согласно которой финансовые рынки поощряют предприятия и частные лица к принятию чрезмерного риска и приводят к разрушительным циклам бумов и спадов.

⁴Подробный анализ рынка межбанковского финансирования в условиях текущих потрясений см. в главах 1 и 2 октябрьского 2008 года выпуска «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности» (IMF, 2008). Предложение ликвидных средств на межбанковском рынке иссякло, поскольку многие банки нуждались в таких средствах, а имеющие излишки банки воздерживались от кредитования из-за опасений относительно кредитоспособности контрагентов. Это затронуло как коммерческие банки, которые полагаются в основном на розничные депозиты для финансирования своей кредитной деятельности, так и инвестиционные банки и брокеров-дилеров, которые в большей мере используют оптовые рынки финансирования. Универсальные банки, сочетающие черты коммерческих и инвестиционных банков, сталкивались с аналогичными ограничениями.

распространился на различные сегменты рынка странах как с формирующимся рынком, так и с развитой экономикой, эти сегменты характеризуются снижением ликвидности, падением стоимости, усилением несклонности к риску и возросшей волатильностью. На валютных рынках также сказывается возросшая неопределенность относительно безопасности и надежности глобальных финансовых активов и воздействия финансового стресса на экономические показатели. С учетом этих важнейших черт текущих потрясений на финансовых рынках, любая характеристика прошлых эпизодов финансового стресса должна учитывать условия в банковской отрасли, состояние небанковского посредничества, осуществляемого через акции и облигации, и динамику валютных рынков.

В академической литературе по финансовым кризисам в основном используется исторический опыт хорошо известных системных банковских кризисов, когда капитал банков сокращался, кредитование прерывалось, и часто требовалось значительное вмешательство государства (см., например, Carpio and Klingebiel, 2003). Этот подход расширяется, когда повествования о банковских кризисах дополняются историями валютных кризисов, когда наблюдалось истощение резервов и/или происходило значительное изменение валютных механизмов (см., например, Kaminsky and Reinhart, 1999; и Reinhart and Rogoff, 2008). Эпизоды стресса лишь на рынке ценных бумаг всесторонне не рассматривались, особенно кризисы, охватывавшие несколько стран, хотя исследования эпизодов в отдельных странах являются поучительными (Shiller, 1999).

Хотя такие описательные методы выявления финансовых кризисов обеспечивают богатые базы данных об эпизодах, они менее пригодны для целей настоящей главы по нескольким причинам. Во-первых, известно, что эти эпизоды привели к серьезным сокращениям производства и/или потребовали значительного вмешательства государства. Меньшее внимание уделяется «угрожающим ситуациям» (эпизодам финансового стресса, практически не имевшим макроэкономических последствий), которые могут послужить в качестве полезных контрфактических предположений. Во-вторых, выявленные эпизоды, как правило, были достаточно продолжительными, что затрудняло выявление пиков финансового стресса, а также какой-либо обоснованной причинно-следственной связи с экономическим спадом. Наконец, даже самые полные базы данных ориентированы на банковские и валютные кризисы и практически

игнорируют периоды стресса исключительно на рынке ценных бумаг или нехватке ликвидности, таких как крах фондового рынка США 1987 года и банкротство хеджевого фонда Long-Term Capital Management (LTCM) в США в 1998 году. В условиях, когда левверидж в банковских системах связан с секьюритизацией, по-видимому, было бы важно одновременно проанализировать механизмы посредничества через банки и рынки ценных бумаг для определения степени взаимодействия между этими двумя механизмами.

Для преодоления этих ограничений в главе выделяются эпизоды финансового стресса как экстремальные значения составной переменной («индекса финансового стресса», ИФС), которая построена с использованием рыночных индикаторов в режиме реального времени и с высокой периодичностью⁵. ИФС по каждой стране составляется как среднее следующих индикаторов.

- Три переменные, связанные с банками: «бета» акций банковского сектора⁶, спред между межбанковскими ставками и доходностью по казначейским векселям, так называемый спред TED, который отражает премию, взимаемую банками друг с друга по сравнению со ставками по казначейским векселям, и наклон кривой доходности;
- три переменные, связанные с рынком ценных бумаг: спреды по корпоративным облигациям, доход фондового рынка, волатильность дохода фондового рынка с течением времени;
- одна валютная переменная: волатильность дохода фондового рынка с течением времени⁷.

⁵Аналогичный подход применяется в работе Illing and Liu (2006).

⁶Бета банковских акций представляет собой показатель корреляции между общими доходами индекса акций банковского сектора и общего индекса фондового рынка. Бета свыше 1 означает, что курсы банковских акций меняются непропорционально сильно по сравнению с общим фондовым рынком и свидетельствует о том, что банковская отрасль является относительно рискованной. ИФС предусматривает расчет беты как коэффициента скользящих доходов подиндекса банковского сектора каждой страны, определенного с помощью регрессии относительно доходов общего индекса рынка акций. ИФС учитывает бету только в периоды отрицательных доходов, с тем чтобы сосредоточить внимание на негативных шоках для банков. Поэтому в периоды высокого стресса этот индикатор будет отражать необычно большое снижение курсов банковских акций по сравнению с курсами общего фондового рынка.

⁷Все переменные взвешиваются по величине, обратной их дисперсии, с тем чтобы уменьшить воздействие более волатильных переменных на общий индекс. Сведения о построении индекса см. в приложении 4.1.

Преимущество использования такого индекса заключается в способности более точно датировать начало, пик и конец эпизода финансового стресса и, следовательно, рассчитать его продолжительность. Кроме того, такой индекс облегчает выявление четырех основных характеристик случаев финансового стресса: крупные изменения цен активов (доходы рынков акций и облигаций); резкое изменение риска/неопределенности (волатильность фондового и валютного рынков); внезапные изменения ликвидности (спреды TED); состояние банковской системы (бета акций банковского сектора и кривая доходности, которая влияет на рентабельность преобразования посредниками краткосрочных обязательств в долгосрочные активы). Изучение этих субкомпонентов поможет определить, какие типы эпизодов финансового стресса были связаны с более значительными сокращениями производства: относящиеся к банкам, рынкам ценных бумаг, валютным рынкам или сочетанию этих факторов.

В настоящей главе для выявления периодов, когда финансовый сектор испытывает стресс и его способность выполнять роль посредника может быть ограничена, используются переменные финансового рынка (на основе цен активов). Эта стратегия обладает тремя важными преимуществами по сравнению с индексом, основанным на количествах (подход, который может предлагаться в литературе по корпоративным финансам). Во-первых, переменные на базе цен активов легко контролировать и рассчитывать на сопоставимой основе для большой группы стран. Во-вторых, можно ожидать, что изменения цен на более широкую категорию финансовых активов оказывают большее воздействие на способность финансовых фирм предоставлять посреднические услуги, чем на способность специализированных нефинансовых фирм финансировать новые инвестиции, которая более тесно связана с динамикой в их конкретном секторе. В-третьих, целесообразно первоначально рассмотреть широкий диапазон событий финансового стресса, используя цены активов, а затем использовать переменные, основанные на количествах, для определения эпизодов, которые связаны со значительным экономическим спадом. Исходная гипотеза заключается в том, что только часть совокупности эпизодов стресса на основе цен активов отражает подлинно критическую ситуацию балансов финансовых посредников, которая сказывается на экономической активности в целом в силу ограничения предложения кредита; другие события отражают лишь обычные рыночные коррекции.

ИФС составляется для каждой из 17 стран в выборке с использованием семи переменных, указанных выше. Эпизоды финансового стресса определяются как периоды, когда индекс данной страны превышает свой тренд (выявленный с применением фильтра Ходрика-Прескотта) больше, чем на одно стандартное отклонение, что сигнализирует о резком изменении одной или нескольких переменных банковской сферы, рынка ценных бумаг и/или валютного рынка.

В общей сложности в 17 странах, рассматриваемых в настоящей главе, было выявлено 113 эпизодов финансового стресса за последние 30 лет (таблица 4.1). Из них 43 эпизода были вызваны в основном стрессом в банковской сфере (то есть большую часть увеличения ИФС приходится на банковские переменные), 50 эпизодов отражали в основном потрясения на рынке ценных бумаг и 20 эпизодов были связаны в основном с нарушениями на валютном рынке. В некоторых случаях стресс в одном сегменте финансовой системы в конечном итоге переместился в другие сегменты. Например, в 17 из 70 эпизодов, отражавших в основном стресс на рынке ценных бумаг или на валютном рынке, на долю банковских переменных приходилась, по крайней мере, одна треть прироста ИФС. Это означает, что в выборке фактически есть 60 эпизодов финансового стресса, связанных с банковской сферой, — эпизодов, когда банки были самым важным или вторым по значению фактором, на долю которого приходилось, по крайней мере, треть прироста ИФС.

В целом ИФС, по-видимому, точно отражает глобальные финансовые эпизоды⁸. Текущий финансовый кризис, который начался в 2007 году, имеет существенный глобальный аспект и называется практически на всех странах в выборке (рисунки 4.2 и 4.3). К числу прошлых эпизодов, которые одновременно затронули большинство стран в выборке, относится крах фондового рынка 1987 года, обвал индекса Nikkei/рынка спекулятивных облигаций в конце 1980-х годов, банковский кризис в Скандинавии в 1990 году, кризис европейского механизма валютных курсов 1992 года и крах фонда LTCM, но текущий эпизод, по-видимому, оказывает самое обширное воздействие.

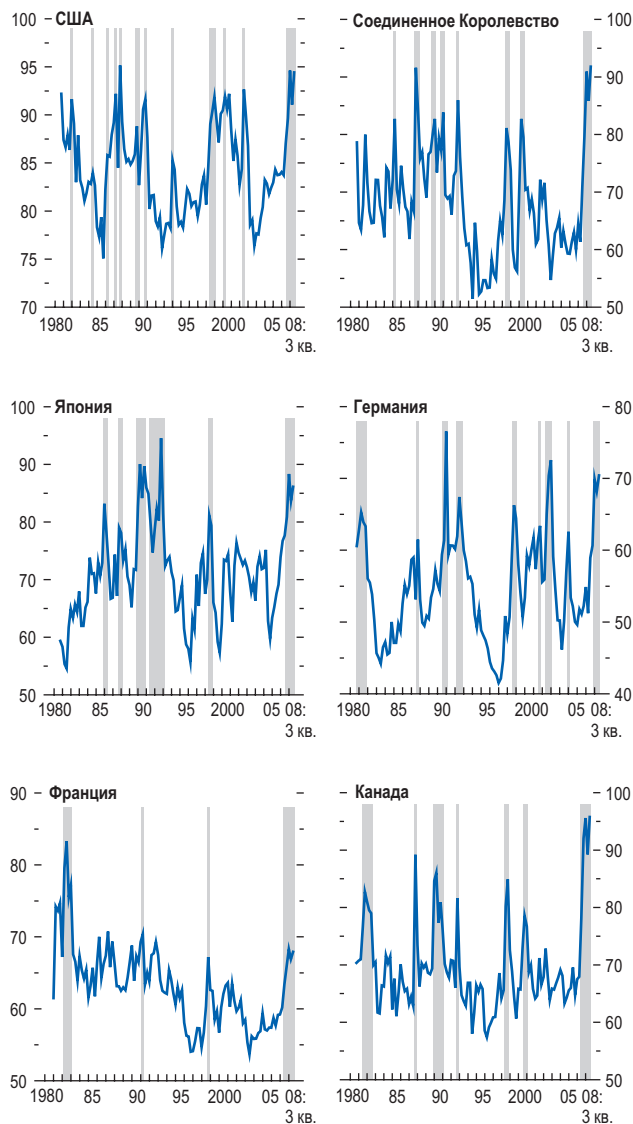
ИФС также правильно отражает то обстоятельство, что хотя истоки текущего эпизода были в банковской сфере, к началу 2008 года кризис су-

⁸В целом из 113 эпизодов финансового стресса, выявленных в выборке, 87 эпизодов одновременно затронули несколько стран.

Рисунок 4.2. Индекс финансового стресса

(Затененные участки обозначают эпизоды финансового стресса)

Индекс финансового стресса, по-видимому, отражает текущий финансовый стресс во всех странах выборки.



Источник: расчеты персонала МВФ.

Таблица 4.1. Описательные статистики по эпизодам финансового стресса

	Число эпизодов ¹					Продолжительность эпизодов (средняя, в кварталах)
	Всего 1980-е	1990-е	2000-е	Текущий		
Финансовый стресс	113	37	42	34	16	2,4
<i>В том числе, связанные:</i>						
с банками	43	12	19	12	4	2,4
с рынком ценных бумаг	50	19	12	19	11	2,4
с валютным рынком	20	6	11	3	1	2,4
<i>Для справки:</i>						
Связанные с банками	60	16	25	19	10	2,6
<i>В том числе:</i>						
Свыше медианы продолжительности для систем, основанных на независимости сторон	31	9	13	9	4	2,4
Ниже медианы продолжительности для систем, основанных на независимости сторон	27	7	11	9	5	2,9

Источник: расчеты персонала МВФ.

¹Включены следующие страны: Австралия, Австрия, Бельгия, Соединенное Королевство, Германия, Дания, Испания, Италия, Канада, Нидерланды, Норвегия, США, Финляндия, Франция, Швейцария, Швеция, Япония.

щественно расширился и охватил также рынок ценных бумаг и валютный рынок (рис. 4.4). Кроме того, индекс указывает, что все прошлые эпизоды стресса, связанные с банками, имели также значительные компоненты, связанные с рынком ценных бумаг.

Страновые ИФС для 17 стран, рассматриваемых в настоящей главе, показывают, что пиковые значения ИФС, которые соответствуют периодам финансового стресса, как правило, точно совпадают с хорошо известными эпизодами финансового стресса в этих странах за последние три десятилетия, в том числе с текущим эпизодом (см. рис. 4.2). Более конкретно, ИФС охватывает свыше 90 процентов банковских кризисов и свыше 80 процентов валютных кризисов, выявленных в литературе⁹.

С учетом того, что повышения ИФС связаны с такими хорошо известными событиями,

⁹ИФС охватывает 100 процентов всех эпизодов, определенных в литературе, если продолжительность эпизодов интерпретировать более широко — то есть, если период вокруг пика финансового стресса расширить на несколько кварталов.

как крахи рынков акций/облигаций или банковские кризисы, может ли индекс просто отражать изменения других детерминант, которые непосредственно влияют на экономический цикл? Если принять во внимание четыре типа таких шоков — в области цен на нефть, производительности труда, налогово-бюджетной и денежно-кредитной политики, — то имеющиеся свидетельства указывают, что повышения ИФС не коррелируют с шоками в области цен на нефть, производительности труда или макроэкономической политики (см. рис. 4.3, нижние три части)¹⁰. По-видимому, существует большая корреляция с денежно-кредитной политикой, но этого можно ожидать ввиду того, что денежно-кредитная политика (оцениваемая с помощью спреда сроков погашения) является подкомпонентом самого ИФС, в который она включена, поскольку финансовый стресс, по-видимому, связан с направленностью денежно-кредитной политики, отраженной в спреде сроков погашения.

В целом ИФС выглядит как комплексный индикатор, который позволяет успешно выявлять основные эпизоды финансового стресса для рассматриваемой выборки стран, и обеспечивает прочную основу для изучения макроэкономических последствий такого стресса.

Финансовый стресс, снижение экономической активности и рецессия

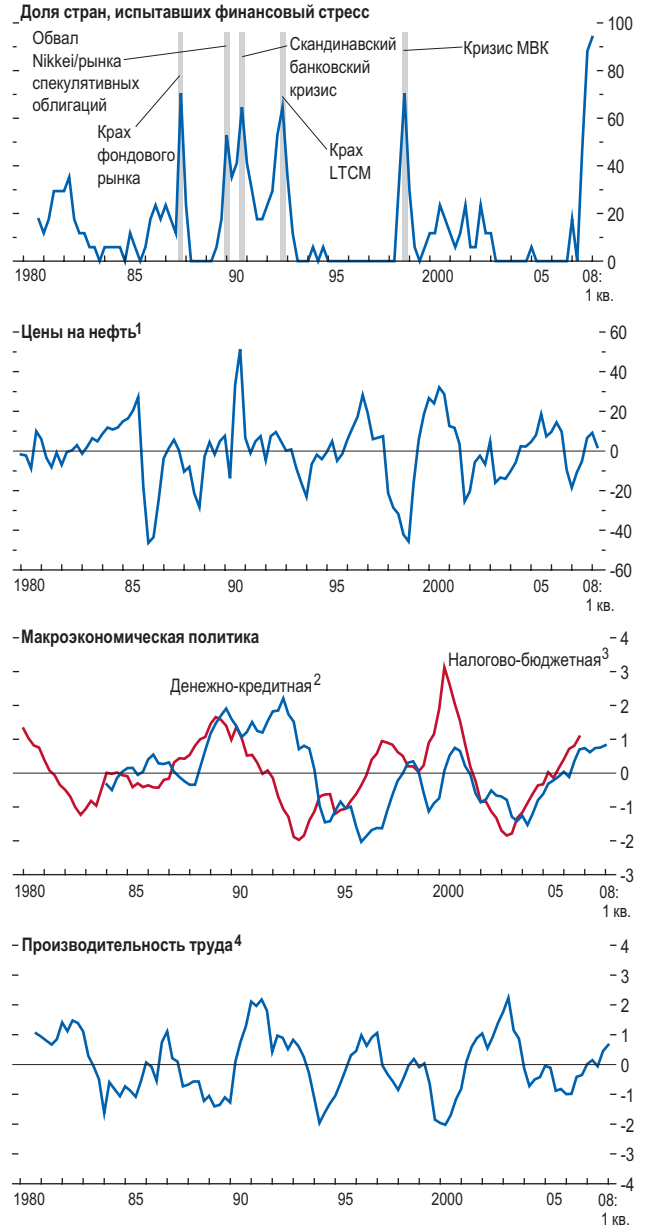
Сколько эпизодов финансового стресса, выявленных благодаря ИФС, сменили периоды снижения активности или настоящие рецессии? Как отличались эпизоды, за которыми наступили экономические спады, от эпизодов, за которыми спады не последовали?

- За эпизодом финансового стресса следует «снижение активности», если уровень реального ВВП снижается ниже тренда (определенного с по-

¹⁰Определение этих шоков отражает определение эпизодов финансового стресса: 1) шоки в области цен на нефть или производительности труда определяются как ситуации, когда изменения этих показателей превышают тренд на одно стандартное отклонение; 2) шоки в области налогово-бюджетной политики, когда доля чистого кредитования /заимствования государства в ВВП превышает тренд на одно стандартное отклонение; 3) шоки в области денежно-кредитной политики, когда величина, обратная спреду сроков погашения, превышает тренд на одно стандартное отклонение. Во всех случаях отклонения от тренда рассчитываются с применением фильтров Ходрика-Прескотта. На рис. 4.3 отражены первые основные компоненты этих показателей налогово-бюджетной и денежно-кредитной сферы и производительности труда по группе стран, рассматриваемой в этой главе.

Рисунок 4.3. Финансовый стресс и шоки

Эпизоды финансового стресса часто синхронизируются вблизи системных событий, как демонстрируют их кластеры в нескольких пиках. Эпизоды финансового стресса, как правило, соответствуют шокам в области денежно-кредитной политики, но они плохо коррелируют с другими шоками.



Источники: Haver Analytics; МВФ, база данных Системы цен на биржевые товары; аналитическая база данных ОЭСР; OECD, *Economic Outlook* (2008); расчеты персонала МВФ.

Примечание: МВК — механизм валютных курсов, LTCM — Long-Term Capital Management.

¹Цены на нефть приведены с учетом инфляции США (ИПЦ) и представляют отклонения от тренда Ходрика-Прескотта (ХП).

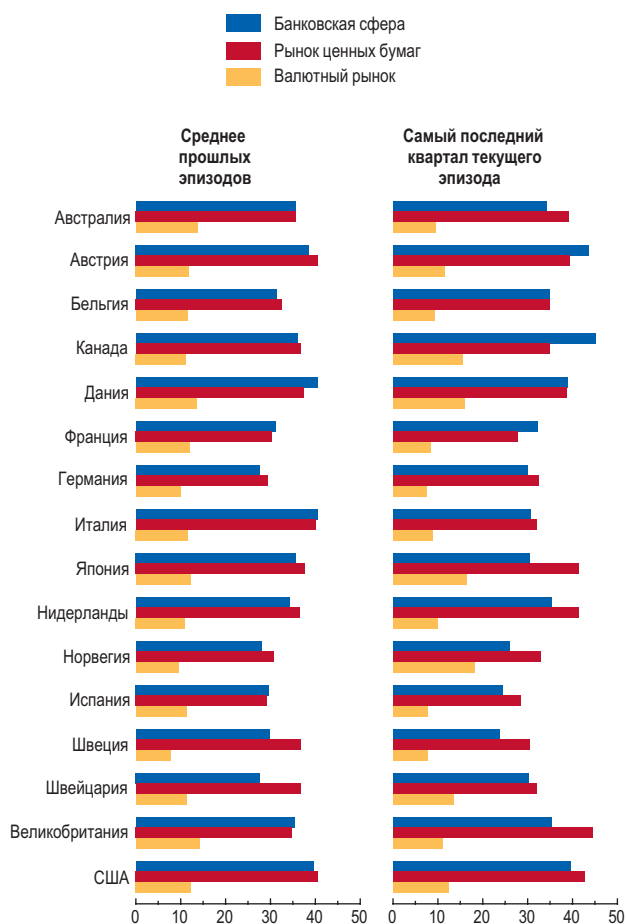
²Денежно-кредитная политика измеряется с помощью показателя, обратного отклонениям спреда сроков от тренда ХП.

³Налогово-бюджетная политика измеряется с помощью отклонений чистого кредитования от тренда ХП.

⁴Производительность труда экономики в целом измеряется как отношение реального ВВП и совокупного числа занятых и представляет собой отклонения от тренда ХП. Данные по Австрии, Бельгии, Дании, Испании и Швейцарии отсутствуют.

Рисунок 4.4. Вклад банковской сферы, рынка ценных бумаг и валютного рынка в текущий эпизод финансового стресса¹

Эпизод финансового стресса, который начался в 2007 году, стал более обширным, на него воздействовали банковская сфера, рынок ценных бумаг и валютный рынок.



Источник: расчеты персонала МВФ.

¹Сумма компонентов равна уровню индекса финансового стресса в данном периоде. См. подробные сведения в приложении 4.1.

мощью фильтра Ходрика-Прескотта) в течение шести кварталов с начала финансового стресса.

- За эпизодом финансового стресса следует «рецессия», если экономический цикл от пика до низшей точки, определенный с помощью методологии, изложенной в работе Harding and Pagan (2002) и апрельском выпуске «Перспектив развития мировой экономики» 2003 года, начинается в течение шести кварталов с начала финансового стресса¹¹.

В настоящей главе авторы, признавая значительные аналитические и эмпирические трудности выявления причинно-следственной связи, стремятся определить основные характеристики эпизодов финансового стресса, за которыми в конечном итоге последовал экономический спад, а не оценить, «привел» ли финансовый стресс к экономическому спаду¹². Тем не менее, попытки аналитиков контролировать влияние других шоков, а именно шоков в области денежно-кредитной и налогово-бюджетной сферы, цен на нефть и производительности труда, могут сказаться на взаимосвязи между финансовым стрессом и экономическими циклами.

На основе приведенных выше определений из 113 эпизодов финансового стресса, выявленных в этой главе, после 29 эпизодов наступило снижение активности и после других 29 — рецессия. После остальных 55 эпизодов спада не было (таблица 4.2).

Средняя задержка между началом финансового стресса и последующим спадом составляла примерно семь месяцев. Однако этот средний показатель скрывает существенные различия: примерно половина спадов произошла в течение квартала с начала финансового стресса, но в четверти случаев потребовалось больше года, чтобы наступил спад (рас. 4.5).

Важнее всего, снижения активности и рецессии, которым предшествовали эпизоды финансового стресса, были более продолжительными, и отчасти в результате этого, более суровыми, чем спады, которым такие эпизоды не предшествовали. Медиана совокупного сокращения производства (относительно тренда или до подъема) составляет около 3 процен-

¹¹Например, в США самая последняя рецессия была в 2001 году, тогда как последнее снижение активности произошло, когда в IV кв. 2007 года – I кв. 2008 года ВВП снизился ниже тренда.

¹²Например, многие шоки воздействуют как на финансовую систему, так и на экономику, и хотя финансовая система может усиливать шоки, отделить прямые эффекты шоков от эффектов усиления было бы сложно.

Таблица 4.2. Описательные статистики по финансовому стрессу, снижению активности и рецессиям

	N	Продолжительность (средняя; в кварталах)		Потери производства (средние; в процентах ВВП)		Лag до спада ³ (средний; кварталы)
		Финансовый стресс	Снижение активности или рецессия ¹	Совокупные ²	Средние	
Финансовый стресс	113	2,4				
<i>В том числе:</i>						
с послед. снижением связанных с банками	29	2,7	7,6	-7,6	-0,7	2,4
с послед. рецессией связанных с банками	18	3,2	8,4	-9,3	-0,8	1,8
Прочие	29	3,0	6,8	-13,8	-1,2	2,3
Снижение без предш. финансового стресса ⁴	17	4,0	7,6	-19,8	-1,5	2,0
Рецессия без предш. финансового стресса ⁴	55	2,0				
	109		5,1*	-4,1*	-0,6	
	31		3,1*	-5,4*	-0,9	

¹Продолжительность снижения активности: число кварталов, в течение которых ВВП ниже тренда; продолжительность рецессии: число кварталов до того, как ВВП достигнет пикового уровня или превысит его.

²Потери во время снижения активности: совокупные потери производства ниже тренда; потери во время рецессии: совокупные потери производства до наступления подъема.

³Число кварталов от начала финансового стресса до снижения активности или рецессии.

⁴Звездочки обозначают разницу с эпизодами снижения, которым предшествовал финансовый стресс, являющуюся значимой на уровне 10 процентов или выше.

тов ВВП для эпизодов снижения активности после финансового стресса и примерно 4½ процента ВВП для рецессий после финансового стресса, что существенно превышает значения для снижения активности и рецессий, которым не предшествовал финансовый стресс (соответственно, около 1½ процента и 2¼ процента) (см. рис. 4.1).

Возникновение финансового стресса часто меняет характер спадов (рис. 4.6), что видно из изучения динамики отдельных макроэкономических переменных в начале спада¹³. В частности, снижение активности, когда ему предшествует финансовый стресс, часто характеризуется застоем потребления, инвестициями, следующими циклу бумов и спадов, заметными поворотами в динамике сальдо платежного баланса, снижением инфляции и реальных процентных ставок. Изменения характера являются более выраженными для снижения активности и менее выраженными для рецессий, возможно, это означает, что рецессии в большей мере вызваны взаимодействием финансового стресса и других шоков.

¹³В рисунках используется окно в 12 кварталов и показаны только «полные» эпизоды (эпизоды, охватывающие от начала до конца по крайней мере 12 кварталов). Поэтому они включают только спады, которые начались в период с I кв. 1983 года по II кв. 2005 года.

Почему некоторые эпизоды финансового стресса связаны с экономическими спадами?

Только примерно половина эпизодов финансового стресса, выявленных с помощью ИФС, сопровождалась снижением экономической активности или рецессиями. Что определяет, последует ли спад за эпизодом финансового стресса? Что характеризует эпизоды стресса, которые предшествуют самым суровым и продолжительным спадам? Для ответа на такие вопросы, те эпизоды финансового стресса, за которыми последовал спад, сравниваются друг с другом по двум аспектам: 1) характеристики самого эпизода финансового стресса, и в частности, характер финансового шока (связан ли он с банковской системой, рынком ценных бумаг или валютным рынком) и 2) финансовое положение финансовых посредников, населения и фирм в начале эпизода.

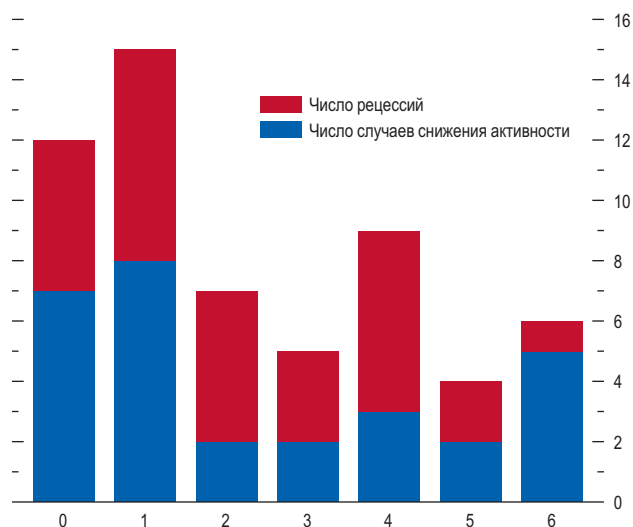
Отличается ли финансовый стресс, связанный с банками, от других эпизодов?

Стресс банковской системы связан с более значительными последствиями для производства, чем эпизоды финансового стресса, связанные лишь с рынком ценных бумаг или валютным рынком, при которых банковская система остается в основ-

Рисунок 4.5. Лаг между финансовым стрессом и спадами

(Начало эпизода финансового стресса в $t=0$, ось x — кварталы, число случаев снижения активности или рецессий, которые начались в данном квартале по оси y)

В большинстве случаев экономические спады наступали вскоре (в течение одного квартала) после начала эпизода финансового стресса, но наблюдались и более длительные лаги.



Источник: расчеты персонала МВФ.

ном незатронутой (рис. 4.7). Почти 60 процентов тех эпизодов финансового стресса, за которыми последовал спад, связаны с банками. Кроме того, снижение активности и рецессии, которым предшествовал стресс, связанный с банками, часто были более продолжительными и влекли за собой большие потери ВВП, чем спады, которые последовали за эпизодами других видов финансового стресса или периодами отсутствия финансового стресса (см. таблица 4.2).

Рост банковских активов существенно замедляется, когда за эпизодами связанного с банками финансового стресса следовали рецессия или снижение активности, по сравнению с эпизодами финансового стресса, не сопровождавшимися экономическими спадами (рис. 4.8, верхняя часть). Как правило, спады часто связаны со снижением спроса на кредит, но во время снижения активности или рецессий, связанных со стрессом в банковской сфере, стоимость капитала существенно возрастает (рис. 4.8, нижняя часть)¹⁴. Хотя проблему обратной причинно-следственной связи между рецессиями и финансовым стрессом эмпирически решить сложно, что предполагает надлежащую осторожность в интерпретации результатов, эти выводы не противоречат точке зрения, согласно которой сокращение предложения кредита (классический случай ужесточения условий или сокращение кредита) является важнейшим фактором, связывающим эпизоды финансового стресса с экономическими спадами.

Имеют ли значение первоначальные условия?

После изучения характера шоков в аналитической части сейчас рассматривается вопрос о том, зависит ли вероятность спада от первоначальных условий. Имеющиеся данные свидетельствуют, что динамика кредита и цен на активы, а также финансовое состояние финансовых посредников, населения и фирм накануне эпизода имеют важное значение для определения экономического воздействия финансового шока.

- Цены на жилье и отношение кредита к ВВП часто растут существенно быстрее на фазе подъема финансового цикла в тех эпизодах финансового стресса, за которыми следуют сниже-

¹⁴Стоимость капитала определяется здесь как взвешенное среднее реальной стоимости акционерного капитала, реальной стоимости долга и реальных ссудных ставок, в качестве весов используются относительные доли акций, облигаций и кредитов в обязательствах нефинансовых корпораций. Подробные сведения см. в приложении 4.1.

ние активности или рецессия (рис. 4.9). Статистические проверки подтверждают, что финансовые потрясения с большей вероятностью будут сопровождаться снижением активности или настоящей рецессией, когда этим потрясениям предшествует быстрое повышение цен на жилье и кредита (рис. 4.10).

- Фирмы часто сильнее зависят от внешних источников финансирования, то есть имеют более высокие коэффициенты чистого заимствования, накануне эпизодов финансового стресса, за которыми следовали экономические спады (см. рисунки 4.9 и 4.10). Более высокая первоначальная зависимость от внешнего финансирования повышает уязвимость фирм в фазе снижения финансового цикла, и может вынудить их более резко сократить свои планы расходов после возникновения финансового стресса, что создаст условия для более масштабного воздействия на реальную экономику.
- Только те эпизоды финансового стресса, за которыми последовали рецессии (а не снижение активности), по-видимому, характеризуются «более уязвимым» сектором домашних хозяйств в плане использования внешнего финансирования (см. рис. 4.9). Более того, медианный коэффициент чистого заимствования домашних хозяйств (отклоняющийся от тренда) существенно выше в начале эпизодов финансового стресса, за которыми последовали рецессии, чем во время эпизодов, сопровождавшихся или не сопровождавшихся снижением активности (см. рис. 4.10).

Результаты анализа означают, что когда происходит поворот финансового цикла, о котором сигнализируют начало стресса на финансовых рынках, существует тем большая вероятность снижения активности, чем крупнее первоначальные финансовые дисбалансы, когда фирмы и население сильнее уязвимы по отношению к снижению кредита и цен на активы. В частности, уязвимость населения, по-видимому, связана с более серьезным снижением экономической активности.

Вопрос о том, насколько первоначальные финансовые дисбалансы и зависимость фирм и населения от внешнего финансирования объясняют глубину последующих спадов в экономике, можно изучить более формально. С помощью регрессии определяется корреляция между совокупными потерями производства после финансовых стрессов и 1) увеличением кредита и цен на активы до начала финансового стресса, 2) коэффициентами чистого заимствования фирм и домашних хозяйств в начале эпизодов, 3) замещающим пара-

Рисунок 4.6. Отдельные макроэкономические переменные во время спадов при отсутствии и наличии финансового стресса¹

(Медианы; начало сокращения производства в $t=0$, ось x — кварталы)

Наличие финансового стресса меняет динамику экономических спадов. В частности, это, видимо, сказывается на форме снижения активности.

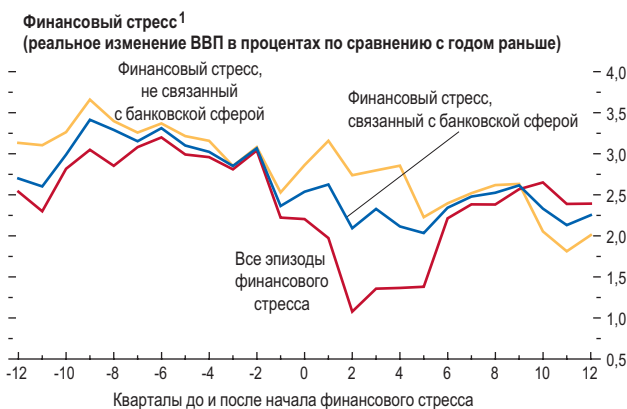


Источники: Haver Analytics; МВФ, база данных издания «Международная финансовая статистика»; аналитическая база данных ОЭСР; расчеты персонала МВФ.

¹Все показатели в реальном выражении. Выборка является постоянной для всех кварталов.

Рисунок 4.7. Финансовый стресс, связанный с банковской сферой, снижение активности и рецессии
(Медианы; ось x — кварталы)

Наиболее серьезные экономические спады ассоциируются с финансовым стрессом, связанным с банковской сферой.



Источники: Haver Analytics; аналитическая база данных ОЭСР; OECD, *Economic Outlook* (2008); расчеты персонала МВФ.

¹Разница между связанными с банковской сферой и не связанными с ней эпизодами является значимой при минимуме в 10 процентов для кварталов 0, 1, 2, 3 и 4. Выборка является постоянной для всех кварталов.

²Разница между снижением активности, которому предшествовал финансовый стресс, связанный с банковской сферой, и снижением без предшествующего финансового стресса является значимой при минимуме в 10 процентов для кварталов t-6 до t+6. Выборка является постоянной для всех кварталов.

метром для глубины финансового шока, а именно продолжительностью эпизода стресса.

Основные результаты регрессий представлены в таблице 4.3¹⁵.

- Коэффициент чистого заимствования фирм в начале эпизода финансового стресса занимает существенное место почти во всех спецификациях, подтверждая значения связи между первоначальной зависимостью фирм от внешнего кредита и глубиной снижения экономической активности.
- Коэффициент чистого заимствования домашних хозяйств в начале эпизода финансового стресса является статистически значимым, когда он рассматривается в отдельности, но утрачивает значение, когда добавляется чистая сумма заимствования фирм. Однако он по-прежнему влияет на величину сокращения производства, когда взаимодействует с продолжительностью финансового эпизода, это означает, что позиция домашних хозяйств имеет особенное значение, когда экономика испытывает воздействие продолжительного финансового шока.

В настоящей главе выявляются факторы, которые определяют, последуют ли за эпизодами финансового стресса экономические спады. Поэтому важнейшая задача заключается в определении причин шоков, затронувших экономику и запустивших сложное взаимодействие финансового и реального секторов. То обстоятельство, что стресс финансового сектора предшествует спаду экономики, не означает, что финансовый стресс вызывает последующие изменения в реальном секторе: поскольку участники финансового рынка ориентированы на будущее, финансовый стресс может быть лишь проявлением того, что они ожидают серьезного ухудшения в реальном секторе. Для решения этой проблемы в главе рассматриваются четыре типа шоков, которые можно считать радикальными экзогенными ухудшениями условий реального сектора: шоки в области цен на нефть, денежно-кредитной политики, налогово-бюджетной политики и производительности труда. Как показано на рис. 4.11, когда один из этих шоков сочетается с финансовым стрессом, происходит более глубокий спад, чем при одном шоке. Это указывает на то, что финансовый стресс оказывает отдельное воздействие, которое можно обособить.

¹⁵Масштабы снижения активности измеряются путем использования совокупных потерь производства в течение периода, когда производство ниже тренда; более подробно см. таблицу 4.1. Глубина рецессии измеряется потерями до наступления подъема.

Сказались ли финансовые инновации на взаимодействии между финансовым стрессом и экономическими циклами?

Банки по-прежнему играют важную роль для объяснения того, почему некоторые эпизоды финансового стресса связаны с более серьезными последствиями для производства (см. рис. 4.7). Почему банки сохраняют критически важное значение, несмотря на финансовые инновации и появление небанковских источников финансирования? Финансовые инновации, по-видимому, должны быть в состоянии уменьшить ведущую роль банков, обеспечивая альтернативные механизмы для получения финансирования фирмами и населением, механизмы, уменьшающие ограничения по залогу для заемщиков и смягчающие отрицательное воздействие финансового стресса на стоимость капитала для банков. Однако даже если роль банков со временем меняется, их симбиотические отношения с рынком ценных бумаг остаются важнейшей чертой многих финансовых систем, особенно тех, которые характеризуются финансированием на основе независимости сторон («Перспективы развития мировой экономики», сентябрь 2006 года)¹⁶. В результате, эпизоды банковских трудностей по-прежнему сказываются также на небанковских источниках финансирования.

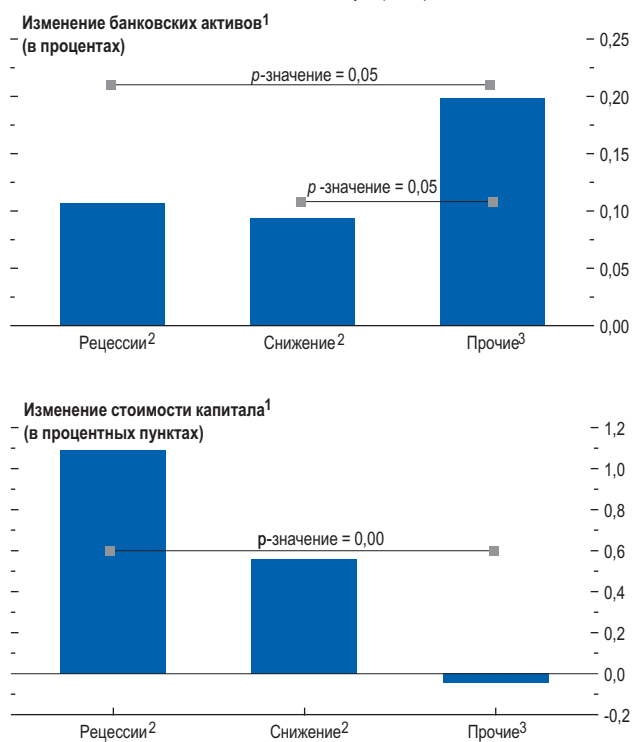
Для объяснения сохраняющегося значения банков многое можно узнать из проциклической динамики левириджа банков во время финансовых циклов. В частности, для объяснения того, почему банковский стресс приводит к сокращению кредита, повышению стоимости капитала и снижению экономической активности, представляются крайне важными методы банков для управления своим левириджем на этапах подъема и спада во время цикла. Предлагается следующая гипотеза. Когда банки чрезмерно увеличивают свои балансы во время бумов, исходя из более высокой стоимости активов и представления о снижении риска, происходит увеличение финансовых диспропорций и быстрое расширение деятельности, что до-

¹⁶Банки все больше зависят от рыночных источников финансирования своих активов (таких как депозитные сертификаты и забалансовые программы выпуска коммерческих бумаг). Инвестиционные банки и коммерческие банки, наоборот, также остаются в центре модели секьюритизированного финансирования, предусматривающей первоначальное кредитование и последующую продажу кредитов, и предоставляют кредит через механизмы РЕПО хеджевым фондам и другим посредникам с высокой долей заемных средств для инвестирования в рынок ценных бумаг.

Рисунок 4.8. Стоимость капитала и рост банковских активов до и после эпизодов финансового стресса, связанного с банковской сферой

(Средние; изменение за период с одного года до наступления финансового стресса до одного года спустя его наступления)

Эпизоды финансового стресса, связанного с банковской сферой, ассоциирующиеся с рецессиями, характеризуются более низкими темпами роста банковских активов и более высокой стоимостью капитала в последующий период.



Источники: аналитическая база данных ОЭСР и расчеты персонала МВФ.

¹ Указанное p -значение относится к двусторонним t -тестам относительно разницы между двумя средними.

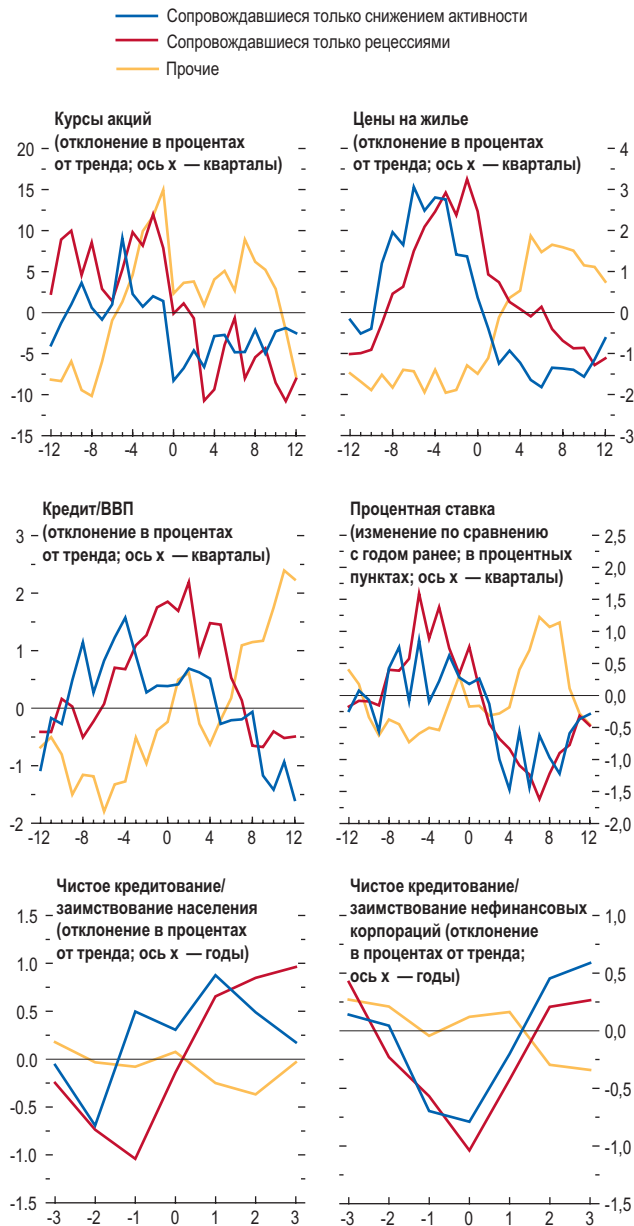
² Эпизоды финансового стресса, связанного с банковской сферой, за которыми последовали снижение активности или рецессии.

³ Эпизоды финансового стресса, за которыми не последовали снижение активности или рецессии.

Рисунок 4.9. Отдельные макроэкономические переменные до и после эпизодов финансового стресса¹

(Медианы; начало эпизода финансового стресса в $t=0$, ось x — как указано на рисунке)

Эпизодам финансового стресса, сопровождавшимся снижением активности или рецессиями, часто предшествовало быстрое увеличение цен на активы и долей кредитования. Они также были связаны с более высоким первоначальным уровнем чистого заимствования нефинансовых фирм и (в случае рецессий) населения.



Источники: МВФ, база данных издания «Международная финансовая статистика»; аналитическая база данных ОЭСР; расчеты персонала МВФ.

¹Все показатели в реальном выражении, за исключением долей чистого кредитования населения и нефинансовых корпораций. Выборка является постоянной для всех кварталов и лет.

полнительно увеличивает стоимость активов и уменьшает воспринимаемый уровень риска, тем самым содействует новому раунду кредитования и экономического подъема¹⁷. В таких условиях финансовый шок, который увеличивает риск или уменьшает доходы от активов, может вызывать цикл значительного сокращения доли заемных средств, когда банки резко сокращают свое кредитование (или снижают рост кредитования), поскольку банковский капитал снижается, что приводит к снижению активности, которое вызывает дальнейшее снижение предложения кредита.

Проциклический характер леввериджа становится более выраженным, когда банки в большей степени подвержены колебаниям рыночной стоимости активов, например, из-за авуаров ценных бумаг и механизмов их выкупа¹⁸. Поскольку это типично для недепозитных финансовых посредников, особенно инвестиционных банков, у них должны быть признаки проциклического леввериджа (Shin, 2008). С другой стороны, коммерческие банки должны быть менее подвержены проциклической корректировке своих балансов во время бумов и спадов цен на активы или ликвидности, поскольку они меньше полагаются на оптовое финансирование и больше используют розничные депозиты, а также потому, что стоимость их активов меньше подвергается переоценке на основе текущих рыночных цен.

Данные подтверждают, что левверидж инвестиционных банков часто является проциклическим: они увеличивают долю заемных средств, когда наращивают свои активы (рис. 4.12, верхняя часть)¹⁹. Свидетельства менее однозначны относительно проциклическости коммерческих банков, которые в большей мере используют розничные депозиты и основная деятельность которых заключается в предоставлении долгосрочных неликвидных ссуд (рис. 4.12, нижние две части). Вместе с тем, данные говорят о том, что коммерческие банки часто бывают более проциклическими, когда они действуют в рамках

¹⁷Это соответствует гипотезе Мински о финансовой нестабильности (Minsky, 1992).

¹⁸В общесистемном кризисе всем банкам было бы сложно одновременно скорректировать свой левверидж, поскольку для этих активов среди банков нашлось бы мало покупателей; единственными возможными покупателями были бы инвесторы с большими наличными средствами, которые не прибегают к заемным средствам от банков для финансирования своих позиций.

¹⁹См. также Adrian and Shin (2008a и 2008b).

финансовых систем, основанных на большей независимости сторон, где большая доля посреднических функций выполняется через финансовые рынки, а не через традиционные, основанные на долгосрочных отношениях операции (где доминируют банки) (рис. 4.13). Таким образом, финансовые системы, основанные на большей независимости сторон, связаны с более проциклическим в целом поведением банков, и в результате могут быть более уязвимы по отношению к банковскому стрессу²⁰. Следует отметить, что доля связанных с банками эпизодов финансового стресса, случившихся в финансовых системах, основанных на большей независимости сторон, остается примерно равной доле эпизодов в системах, в большей мере основанных на долгосрочных отношениях (см. таблицу 4.1).

Действительно, снижение активности и рецессии часто бывают глубже в финансовых системах, основанных на большей независимости сторон, хотя продолжительность таких спадов целом схожа в системах обоих видов (рис. 4.14), что указывает на значение сокращения доли заемных средств и на то, что его воздействие зависит от степени проциклическости в банковской системе²¹. Это предполагает, что финансовые системы, основанные на большей независимости сторон, уязвимы по отношению к более резкому снижению активности после банковского стресса. В соответствии с этим механизмом левверидж банков в финансовых системах, основанных на большей независимости сторон, часто снижается резче, чем левверидж банков в финансовых системах других типов, хотя и с более низкого стартового уровня. Это ставит под сомнение предположение о том, что системы, основанные на независимости сторон, могут лучше смягчить удар от спадов в экономике, вызванных финансовым стрессом, благодаря наличию спаренных двигателей финансового посредничества (банки и рынки).

Финансовые системы, основанные на независимости сторон, имеют несколько преимуществ по

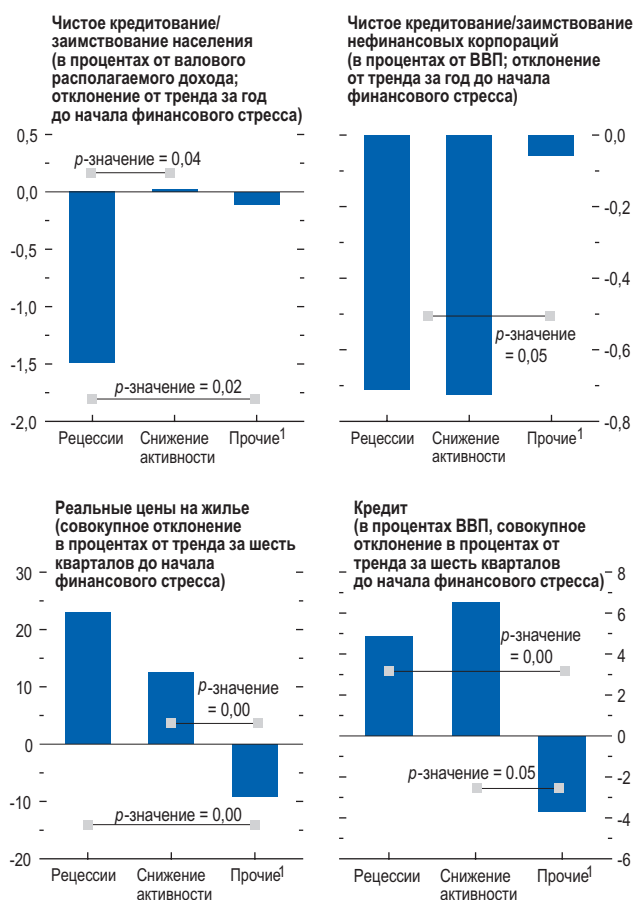
²⁰Это соответствует выводам в главе 3 (IMF, 2008), демонстрирующим, что учет по справедливой рыночной стоимости часто приводит к более проциклической динамике балансов финансовых посредников.

²¹Различный опыт экономических циклов в странах, характеризующихся финансовыми системами, основанными на большей независимости сторон, в отличие от систем, основанных на долгосрочных отношениях, может также объясняться резкими отличиями в других областях, особенно в степени гибкости рынков труда и товаров и в типах систем социального обеспечения (см. «Перспективы развития мировой экономики», октябрь 2006 года).

Рисунок 4.10. Первоначальные условия эпизодов финансового стресса

(Средние)

Быстрое увеличение долей кредитования и цен на жилье, а также более высокий уровень заимствования нефинансовых корпораций являются статистически значимыми показателями вероятности того, что за эпизодами финансового стресса последуют снижение активности или рецессии. Чистое заимствование населения имеет значимую связь только с последующими рецессиями.



Источники: Haver Analytics; МВФ, база данных издания «Международная финансовая статистика»; аналитическая база данных ОЭСР; расчеты персонала МВФ.

Примечание. Указанное p-значение относится к двусторонним t-тестам относительно разницы между двумя средними.

¹Эпизоды финансового стресса, за которыми не последовали снижение активности или рецессии.

Таблица 4.3. Структурные регрессии

Зависимая переменная: совокупные потери производства ¹	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]	[6]	[7]	[8]	[9]
Продолжительность финансового стресса	1,324 (0,10)	1,591 (0,10)	0,641 (0,43)	1,023 (0,33)	0,963 (0,30)	1,377 (0,09)	1,034 (0,20)	0,888 (0,07)	0,711 (0,30)
Реальная процентная ставка ²	0,89 (0,00)	0,808 (0,01)	0,47 (0,12)	0,835 (0,01)	0,877 (0,00)	0,87 (0,00)	0,841 (0,01)	0,887 (0,00)	0,869 (0,01)
Коэффициент чистого заимствования нефинансовых корпораций ³	2,0 (0,01)					1,753 (0,02)	0,849 (0,35)	1,986 (0,00)	1,439 (0,07)
Коэффициент чистого заимствования населения ³		1,05 (0,10)				0,48 (0,44)	0,668 (0,33)	-1,086 (0,22)	-0,89 (0,32)
Реальные цены на жилье ⁴			14,304 (0,01)						
Реальные курсы акций ⁴				-0,785 (0,72)					
Доля кредитования ⁴					-1,09 (0,90)				
Коэффициент чистого заимствования населения x продолжительность								0,593 (0,04)	0,561 (0,04)
Коэффициент чистого заимствования нефинансовых корпораций x продолжительность							0,229 (0,43)		0,136 (0,48)
Константа	-2,014 (0,45)	-0,803 (0,79)	2,076 (0,39)	0,809 (0,74)	0,482 (0,86)	-1,877 (0,50)	-0,727 (0,78)	-1,161 (0,64)	-0,519 (0,85)
N	42	40	52	52	52	40	40	40	40
Скорректированный R-квадрат	0,418	0,287	0,254	0,128	0,126	0,418	0,42	0,493	0,485

Примечание. Устойчивые значения *p* указаны в скобках.

¹Зависимая переменная представляет собой совокупные потери производства в эпизодах финансового стресса, за которыми последовали снижение активности или рецессии.

²Среднее реальных процентных ставок в течение шести кварталов до финансового стресса.

³Коэффициенты чистого заимствования за один год до финансового стресса (отклонение от тренда).

⁴Совокупное отклонение от тренда за шесть кварталов до финансового стресса.

сравнению с системами, основанными на долгосрочных отношениях, в плане перераспределения ресурсов в ответ на меняющиеся экономические возможности (см. «Перспективы развития мировой экономики», октябрь 2006 года). Но, как подчеркивает текущий кризис, тенденция к расширению секьюритизации в системах, основанных на большей независимости сторон, хотя и позволяет диверсифицировать портфели для нейтрализации издержек мониторинга идиосинкразических рисков, присущих традиционным системам, основанным на долгосрочных отношениях, не устраняет необходимости банков и рынков независимо оценивать риски по своим позициям. Более того, недостаток информации о стоимости и рисках многих секьюритизированных продуктов, по-видимому, сыграл существенную роль в усилении текущего кризиса.

Текущий финансовый кризис в историческом контексте

В настоящем разделе текущий эпизод финансового стресса сравнивается с шестью хорошо известными эпизодами связанного с банками финансового стресса, происходившими в странах с развитой экономикой в 1990-е годы. Эти эпизоды затронули Финляндию, Норвегию, Швецию, Соединенное Королевство и США в начале 1990-х годов и Японию на протяжении 1990-х годов. С учетом банковских трудностей в результате текущих финансовых потрясений они могут послужить полезной основой при сравнительном анализе текущей ситуации и для оценки ее потенциального макроэкономического воздействия²².

²²Этот подход соответствует другим исследованиям, в том числе Reinhart and Rogoff (2008). См. также J.P. Morgan Research (2008).

Изучение первоначальных условий до наступления этих шести эпизодов подтверждает основные выводы анализа события, а именно, что за эпизодами финансового стресса скорее последуют серьезные экономические спады, когда они имеют место в условиях быстрого расширения кредита и повышения цен на жилье, а фирмы и население активнее используют кредит. В целом, эпизоды, характеризуемые наибольшими бумагами кредита и цен на активы, происходили в начале 1990-х годов в скандинавских странах, где увеличение долей кредитования, цен на активы и рост банковских активов были аномально высокими (таблица 4.4, верхняя часть). В то же самое время заимствование населения и фирм было изначально намного выше в Финляндии и Норвегии, чем в других странах. Японские фирмы широко использовали внешнее финансирование, но это, по крайней мере отчасти, компенсировалось динамикой сбережения населения. В англоязычных странах, напротив, до наступления кризисов перекосы цен были умеренными, а балансы не подвергались огромному давлению.

Страны с более крупными финансовыми диспропорциями и с более уязвимыми балансами в начале эпизода испытывали более суровое сокращение производства (таблица 4.4, нижняя часть). Наиболее резкое падение цен на активы, роста банковских активов и кредита происходило в странах с наибольшими накопленными финансовыми дисбалансами. Эти страны также пострадали от самых глубоких и продолжительных рецессий.

Кроме того, население и фирмы в этих странах также, как правило, испытывали более активный процесс сокращения доли заемных средств. Сокращение этой доли для уменьшения суммы долга за счет увеличения сбережений и, следовательно, снижения потребления и инвестиций, имело прямые последствия для динамики роста. Степень сокращения доли заемных средств корпораций, в частности, весьма хорошо соответствует продолжительности и глубине рецессий, это подчеркивается контрастом между группой скандинавских стран и группой англоязычных стран.

Этот исторический опыт подчеркивает важнейшую роль мер политики в ответ на финансовый стресс. Во вставке 4.1 рассматриваются меры политики, требующиеся для восстановления прочного финансового посредничества и основанные на четырех основных принципах. Во-первых, для обеспечения финансовой стабильности должна быть прочная основа, которая включает систему вмешательства и надлежащие правовые, институциональные и процессуальные механизмы для

Рисунок 4.11. Финансовый стресс и экономические спады. Учет влияния четырех основных шоков

(Медианы изменения ВВП в процентах по сравнению с годом раньше; начало сокращения производства в $t=0$, ось x — кварталы)

Экономические спады часто бывают более серьезными, когда им предшествуют эпизоды финансового стресса.



Источники: Haver Analytics; МВФ, база данных Системы цен на биржевые товары; аналитическая база данных ОЭСР; OECD, Economic Outlook (2008); расчеты персонала МВФ.

¹Цены на нефть приведены с учетом инфляции США (ИПЦ). Считается, что шок в области цен на нефть имеет место, если цена на нефть превышает на одно стандартное отклонение тренд Ходрика-Прескотта (ХП).

²Денежно-кредитная политика измеряется с помощью показателя, обратного спреду сроков. Считается, что шок в области денежно-кредитной политики имеет место, если показатель, обратный спреду сроков, превышает на одно стандартное отклонение тренд ХП.

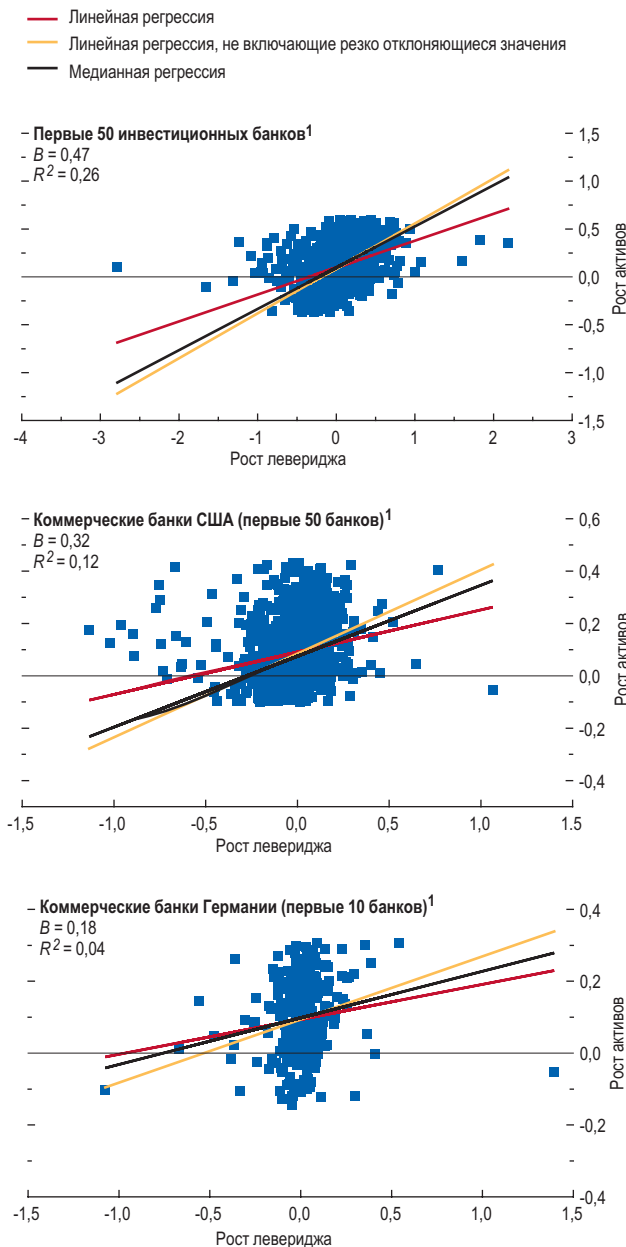
³Налогово-бюджетная политика измеряется с помощью чистого кредитования органов государственного управления. Считается, что шок в области налогово-бюджетной политики имеет место, если чистое кредитование органов государственного управления превышает на одно стандартное отклонение тренд ХП.

⁴Производительность труда в экономике в целом измеряется как отношение реального ВВП и совокупного числа занятых. Считается, что шок в области производительности труда имеет место, если производительность труда превышает на одно стандартное отклонение тренд ХП. Данные по Австрии, Бельгии, Дании, Испании и Швейцарии отсутствуют.

Рисунок 4.12. Проциклический характер левериджа в инвестиционных и коммерческих банках

(Годовое изменение в процентах)

Леверидж инвестиционных банков (активы, деленные на собственный капитал) имеет проциклический характер; в случае коммерческих банков данные по разным странам имеют неоднозначный характер.



Источники: Bankscore; расчеты персонала МВФ.
¹ B и R^2 относятся к линейной регрессии (не включающей резко отклоняющиеся значения) роста активов по росту левериджа.

преодоления критической ситуации. Во-вторых, ответные меры политики должны быть быстрыми и предусматривать признание убытков на раннем этапе, быструю оценку масштабов проблемы и своевременные меры по обеспечению достаточной капитализации финансовых организаций. В-третьих, может возникнуть необходимость ограничения негативного воздействия финансового стресса на реальную экономику напрямую, с тем чтобы сохранить или восстановить прочность балансов населения и фирм. Наконец, должны быть достаточные защитные механизмы для ограничения бюджетных затрат на поддержку и предотвращения создания неправильных стимулов на более длительную перспективу, которые могут привести к чрезмерному использованию финансируемой государством экстренной помощи.

Последствия текущего кризиса в США и зоне евро

На рис. 4.15 сравниваются данные по текущему кризису США и зоны евро с медианами отдельных макроэкономических показателей примерно в начале шести эпизодов серьезного финансового стресса, рассмотренных выше, и со средними этих переменных для всех эпизодов финансового стресса, которые сопровождалось рецессиями. Текущие дисбалансы и корректировки представляются значительно меньшими, чем в случае шести рассмотренных эпизодов, за исключением инвестиций в жилье в США и сальдо счета текущих операций США²³. Динамика кредита и цен на активы в США накануне текущего кризиса очень схожа с динамикой типичной рецессии, вызванной финансовым стрессом. Процесс сокращения доли заемных средств населением в США происходит быстрее, чем при типичной рецессии, хотя сокращение этой доли фирмами, по-видимому, происходит несколько медленнее и с изначально более прочной позиции. Наконец, хотя активы банков оставались солидными во второй половине 2007 года, что отчасти отражало возвращение к посредникам забалансовых обязательств, доля кредита в ВВП в первом квартале 2008 года существенно упала, это свидетельствует о том, что темпы сокращения доли заемных средств могли ускориться (см. также главу 1).

Текущий кризис в США имеет важные отличия от прошлых эпизодов. Балансы корпораций и ис-

²³Однако серьезное снижение инвестиций в жилье является отличительной чертой почти всех рецессий США (см. Leamer, 2007).

пользование фирмами внешнего финансирования имели более прочный характер в начале текущего кризиса, что должно обеспечить некоторую устойчивость. Однако огромные размеры ипотечного рынка США, который находится в центре кризиса, и роль инвестиций в жилье предполагают, что динамика сбережений и потребления населения могут сыграть гораздо большую роль в текущем кризисе, чем в прошлом. С положительной стороны, экономическая политика США является более проактивной, примерами чему служат решительное сокращение ставок интервенции и меры, принятые для укрепления ликвидности как коммерческих, так и инвестиционных банков. Кроме того, банки мобилизовали значительные суммы капитала, хотя продолжающееся снижение стоимости активов в результате переоценки по рыночным ценам означает, что потребуются значительно больший объем капитала, для того чтобы финансовая система могла возобновить дискреционное кредитование в существенных объемах.

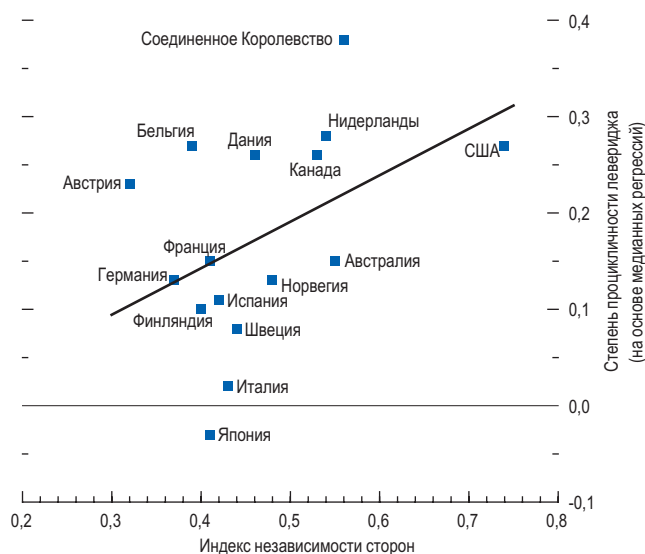
В зоне евро корректировка в области цен на жилье и кредита до настоящего момента была более мягкой, чем в США, но имеются данные, что этот процесс набирает обороты. Динамика чистого заимствования фирм в зоне евро аналогична динамике в США: они начали с более прочной базы, чем это типично для рецессии, вызванной финансовым стрессом, но их позиции слабеют. Однако население в зоне евро находится в значительно более прочном положении, и это является отличительной чертой эпизодов финансового стресса, которые не сопровождалась рецессиями. Уязвимость зоны евро также может быть несколько сниженной из-за того, что финансовые системы во многих странах часто основаны на меньшей независимости сторон, чем в США.

Внутри зоны евро между странами имеются важные различия. Рост кредита следует более выраженной снижающейся траектории в Ирландии и Испании, чем в других странах. Ряд стран испытал необычно значительное повышение цен на жилье и увеличение инвестиций в жилье (см. вставку 1.2 и главу 2), и активность в этой сфере заметно снизилась. Наконец, хотя у Германии есть крупные профициты по внешним операциям, в ряде стран, в том числе Греции, Португалии, Испании, и в меньшей мере, Ирландии наблюдаются крупные дефициты счета текущих операций (см. вставку 2.1).

В целом эти результаты свидетельствуют о том, что экономическое воздействие финансового стресса может быть более значительным в США,

Рисунок 4.13. Проциклический характер левериджа в финансовых системах, основанных на независимости сторон

В финансовых системах, основанных на независимости сторон, имеется больше свидетельств проциклического характера левериджа.

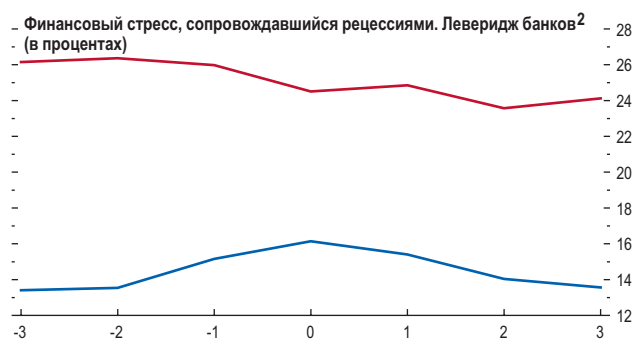
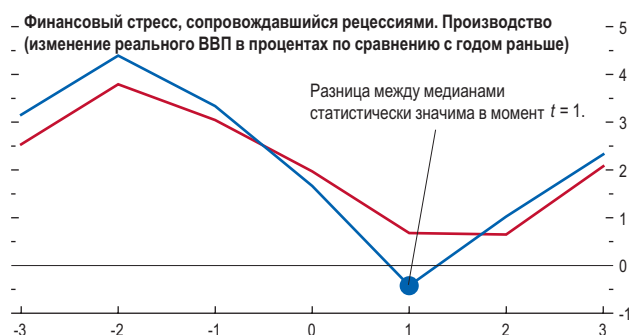


Источник: расчеты персонала МВФ.

Рисунок 4.14. Финансовые системы, основанные на независимости сторон, рост ВВП и леверидж банков
(Медианы; начало эпизода финансового стресса в $t=0$, ось x — годы)¹

Данные о более проциклическом характере левериджа в финансовых системах, основанных на независимости сторон, возможно, объясняют различия во вторичных эффектах финансовых кризисов для реальной экономики.

— Страны с финансовыми системами, где независимость сторон выше медианы
— Страны с финансовыми системами, где независимость сторон ниже медианы



Источники: Haver Analytics; база данных издания «Международная финансовая статистика»; аналитическая база данных ОЭСР; OECD, Economic Outlook (2008); расчеты персонала МВФ.

¹Выборка является постоянной для всех лет.

²Разница между медианами является статистически значимой для всех значений t . Леверидж банков определяется как активы, деленные на собственный капитал.

чем в зоне евро. Экономический спад в США может стать более серьезным и превратиться в рецессию. Данные по зоне евро в большей мере соответствуют особенностям снижения активности, а не рецессии, и динамика развивается также с некоторой задержкой.

Выводы

В настоящей главе для анализа эпизодов стресса в банковской сфере, на рынке ценных бумаг или валютном рынке в 17 странах с развитой экономикой за последние 30 лет используется индекс финансового стресса. Основной упор делается на выявлении факторов, которые определяют степень воздействия финансового стресса на экономическую активность.

На основе анализа делается вывод о том, что финансовый стресс часто, но не всегда предшествует снижению активности или рецессии. Быстрое расширение кредита, повышение цен на жилье и значительное заимствование населения и фирм — все это увеличивает вероятность того, что стресс в финансовой системе приведет к более серьезному снижению активности. Стресс в банковской сфере, в частности, приводит к большему воздействию на активность, несмотря на финансовые инновации, которые повысили роль рынка ценных бумаг во многих странах. Это можно объяснить проциклическим характером левериджа, особенно для инвестиционных, но также и коммерческих банков во многих странах. Более того, в странах с финансовыми системами, где доминируют операции между более независимыми сторонами, в отличие от традиционного посредничества, основанного на долгосрочных отношениях, часто проявляется более проциклический леверидж, что указывает на более выраженную роль финансовых систем в усилении шоков и их распространении. В результате, когда шоки затрагивают основные финансовые организации, последующее снижение активности имеет часто более глубокий характер в финансовых системах, основанных на большей независимости сторон. Но при этом финансовые системы, основанные на независимости сторон, как правило, не являются более подверженными таким шокам, и такие системы лучше могут перераспределять ресурсы между различными секторами в ответ на меняющиеся экономические возможности.

На основе сравнения текущего эпизода финансового стресса с прошлыми эпизодами остается значительная вероятность резкого спада

Таблица 4.4. Шесть основных периодов финансового стресса и сокращения производства

	Первоначальные условия							
	Рост цен на активы ¹				Коэффициент чистого кредитования ³			
	Курсы акций	Цены на жилье	Кредит/ВВП	Активы банков ²	Население	Фирмы		
Финляндия, начало 1990-х	80,0	36,1	16,6	21,0	-6,5	-5,1		
Швеция, начало 1990-х	68,5	17,5	19,1	27,2	...	...
Норвегия, начало 1990-х	73,9	26,5	18,8	27,6	-6,9	-3,6		
Япония, 1990-е годы	54,4	12,2	7,4	22,4	5,3	-5,1		
Великобритания, начало 1990-х	19,9	22,9	2,5	16,1	-2,3	-3,4		
США, начало 1990-х	14,5	4,9	3,1	9,5	-0,4	-0,3		
Средние показатели	51,9	20,0	11,3	20,6	-2,1	-3,5		
Текущий эпизод								
США	27,7	5,9	3,0	9,9	1,4	-0,7		
Зона евро	44,0	2,9	4,5	9,7	-0,5	-0,4		
Япония ⁴	25,1	5,4	6,4	-0,8	0,1	-2,9		
Великобритания	29,4	3,2	5,1	11,2	-0,8	-0,8		
Результаты								
	Снижение цен на активы ⁵				Сокращение заемных средств на макроуровне ⁷		Потери производства ⁸	Кварталов до подъема
	Курсы акций	Цены на жилье	Кредит/ВВП	Активы банков ⁶	Население	Фирмы		
Финляндия, начало 1990-х	-85,9	-39,8	-16,8	-5,1	16,2	17,0	-13,6	27
Швеция, начало 1990-х	-69,5	-20,1	-21,3	-4,9	-5,8	19
Норвегия, начало 1990-х	-76,9	-24,6	-2,7	-12,5	16,5	8,5	-3,9	12
Япония, 1990-е годы	-58,5	-11,1	-6,8	-8,5	0,5	15,4	-5,1	19
Великобритания, начало 1990-х	-21,4	-23,3	-5,6	-6,5	9,6	4,4	-2,6	13
США, начало 1990-х	-21,0	-4,8	-3,8	-5,4	0,8	0,6	-1,3	5
Средние показатели	-55,5	-20,6	-9,5	-7,2	8,7	9,2	-5,4	15,8

¹Изменения от низшей точки до пика в период до начала кризиса в уровне переменных с исключенным трендом с использованием фильтра Ходрика-Прескотта (ХП).

²Максимальное отклонение в процентах от уровней активов банков до начала кризиса с исключенным трендом (фильтр ХП).

³Отклонение от тренда ХП в год перед кризисом.

⁴Данные, на которых основаны коэффициенты чистого кредитования, относятся к 2006 году.

⁵Изменения от пика до низшей точки в период после кризиса в уровне переменных с исключенным трендом (фильтр ХП).

⁶Минимальное отклонение в процентах от уровней активов банков после начала кризиса с исключенным трендом (фильтр ХП).

⁷Изменения от низшей точки до пика в коэффициентах чистого кредитования с исключенным трендом (фильтр ХП).

⁸Потери производства измеряются как потери от пика до низшей точки в процентах от пикового объема производства.

в США ввиду сходства текущей динамики цен на активы, долей кредитования и финансовых позиций населения в США с прошлыми эпизодами, за которыми следовали рецессии. Смягчающими факторами являются быстрые ответные меры денежно-кредитной политики и относительно низкая реальная процентная ставка. В зоне евро, напротив, относительно прочное положение населения обеспечивает некоторую защиту от резкого спада, несмотря на значительное повышение цен на активы и доли кредитования накануне финансовых потрясений. Уязвимость

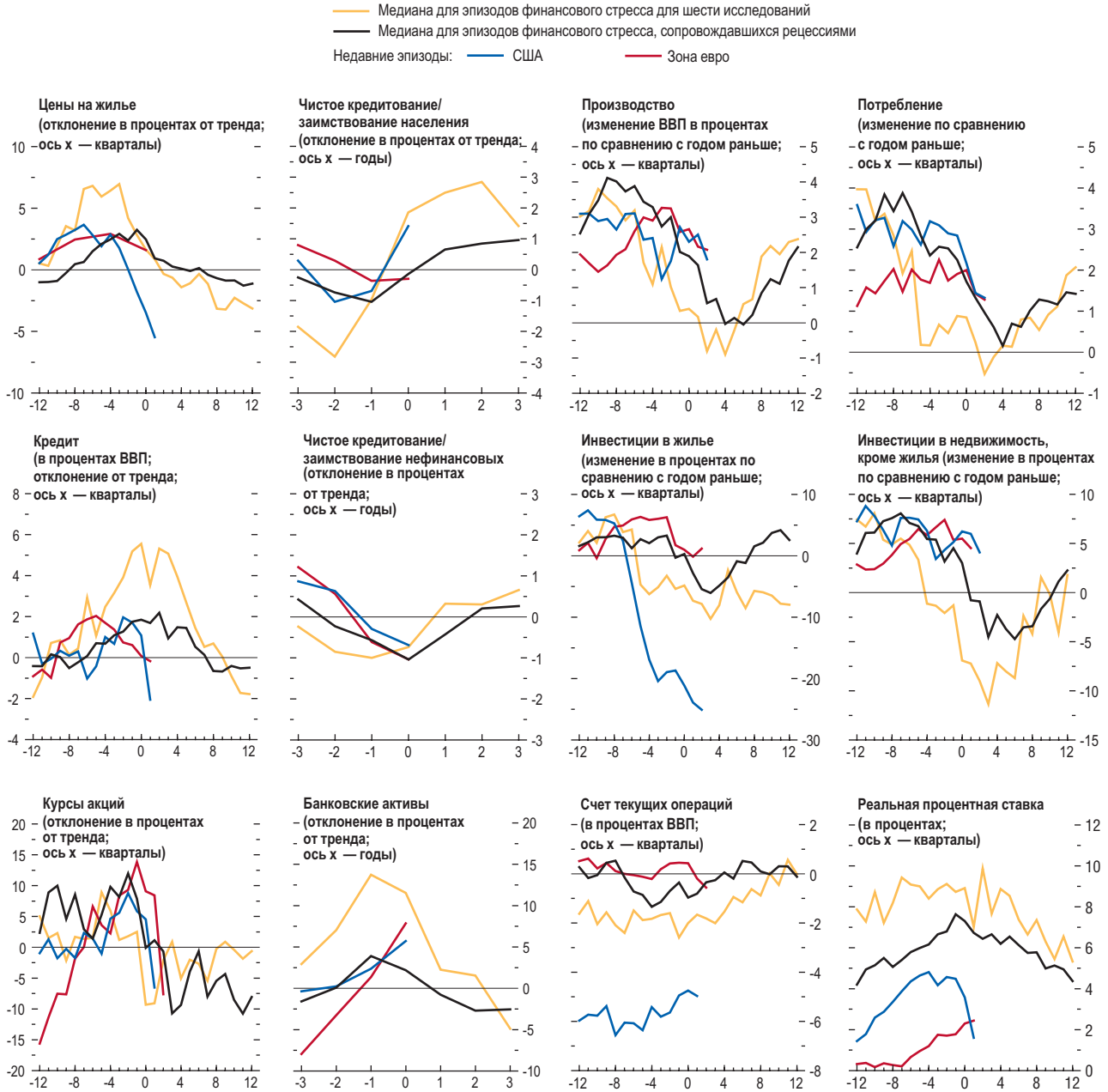
зоны евро по отношению к более глубокому спаду может быть также несколько ниже, поскольку многие финансовые системы в меньшей мере основаны на независимости сторон, что наиболее заметно подтверждается существенно меньшей ролью бизнес-моделью ипотечных операций, предусматривающей первоначальное кредитование с последующей продажей активов.

Одним из факторов, который помогает предсказать, приведет ли данный эпизод финансового стресса к снижению активности, является усиление уязвимости балансов, связанное с рас-

Рисунок 4.15. Текущий эпизод финансового стресса в США и зоне евро в историческом контексте¹

(Начало эпизода финансового стресса в $t=0$, ось x — как указано на рисунке)

Доли кредитования и цены на активы аналогичны прошлым эпизодам, но рост банковских активов остается устойчивым как в США, так и в зоне евро. Первоначальное финансовое положение корпораций было прочнее, чем в прошлых эпизодах, но сейчас оно ухудшается. В США происходит коррекция финансовых позиций населения. Снижение роста потребления и инвестиций аналогично прошлым эпизодам в США, хотя в зоне евро оно началось лишь недавно.



Источники: Европейский центральный банк; Haver Analytics; база данных издания «Международная финансовая статистика»; аналитическая база данных ОЭСР; OECD, *Economic Outlook* (2008); расчеты персонала МВФ.

¹Все показатели в реальном выражении, за исключением долей чистого кредитования населения и нефинансовых корпораций, а также банковских активов.

Вставка 4.1. Меры политики по преодолению стресса финансовой системы и восстановлению финансового посредничества на прочной основе

Как директивные органы могут отреагировать на финансовый стресс, в том числе на текущие глобальные финансовые потрясения, с тем чтобы обеспечить восстановление здоровья финансовой системы, ограничив при этом негативные последствия для экономики и избежав риска злоупотреблений в долгосрочном плане? Своевременное вмешательство, ориентированное на финансовые организации и заемщиков, может содействовать восстановлению балансов и стимулов, смягчить негативное воздействие на экономику со стороны финансовой системы, испытывающей стресс, и помочь возобновить производительные инвестиции. Но в ходе этого вмешательства правительства сталкиваются с серьезнейшей проблемой восстановления финансового посредничества при одновременном сдерживании затрат для налогоплательщиков, недопущении неправильного распределения капитала и сохранении надлежащих стимулов.

Общие принципы проведения вмешательства

Опыт прошлых эпизодов критических ситуаций финансовой системы предполагает, что ответственность ответных мер политики и расходы на их применение зависят от следующих четырех важнейших элементов¹.

- Наличие прочной основы, обеспечивающей стабильность финансового сектора, помогает предотвратить финансовый стресс и ограничить его масштабы. Основные элементы этой основы включают: 1) докризисные санкции и в отношении финансовых организаций с недостаточной капитализацией, которые создают общесистемные риски; 2) правовые и институциональные механизмы для быстрого решения проблемы слабых финансовых организаций, например, специальные режимы несостоятельности банков; 3) хорошо отработанные механизмы и процедуры для закрытия и быстрого открытия банков; 4) действенная система страхования депозитов.

Автором настоящей вставки является Люк Лэвен. В этой вставке в значительной мере используются результаты исследования Calomiris, Klingebiel, and Laeven (2005).

¹Обзор существующей литературы о мерах преодоления кризисов см. Hoelscher and Quintyn (2003) и Honohan and Laeven (2005).

- Быстрота имеет важнейшее значение для сведения к минимуму воздействия на реальную экономику. Слишком часто для помощи неплатежеспособным финансовым организациям откладываются от применения принудительных мер и оказывают поддержку ликвидности, но позднее становится ясно, что задержка с решительным вмешательством увеличила стресс для финансовой системы и экономики. Во избежание такой ситуации директивным органам следует настаивать на раннем признании убытков и принять меры по обеспечению достаточной капитализации финансовых организаций.
- Негативное воздействие трудностей, переживаемых финансовой системой, на реальную экономику, возможно, потребует смягчить за счет мер прямой поддержки фирм и населения, например, за счет целевых программ облегчения бремени долга заемщиков, находящихся в критической ситуации, и программ реструктуризации корпораций.
- Следует предпринять шаги по ограничению издержек этих ответных мер и их последствий в плане риска злоупотреблений. Акционеры должны сначала покрыть убытки за счет списания их собственного капитала. В случае крупных убытков кредиторам также потребуется внести вклад путем сокращения и реструктуризации своих требований. Заемщики должны покрыть некоторые из затрат, особенно, если они были неосторожными. Механизмы, увязывающие государственную поддержку (такую, как приобретение привилегированных акций) с частной мобилизацией капитала, могут также помочь выявить те банки, которые действительно стоит спасать, и ограничить будущие искажения, вытекающие из риска злоупотреблений.

Конкретные меры политики

Директивные органы могут применять широкий круг конкретных экстренных мер (направленных на обуздание кризиса) и механизмов реструктуризации (направленных на возобновление нормальной работы кредитной системы и восстановление балансов банков и заемщиков).

Экстренные меры включают 1) отказ от применения принудительных мер относительно собственного капитала, 2) экстренная поддержка ликвидности, 3) государственные гарантии по де-

Вставка 4.1 (окончание)

позитам, и 4) приостановление конвертируемости депозитов². Каждое из этих действий может иметь весьма различные последствия для предложения кредита и, следовательно, для экономической активности. Надлежащие меры политики зависят от того, вызван ли кризис утратой доверия вкладчиков, признанием (органами регулирования) существующей неплатежеспособности или «эффектом домино» волатильности цен на активы, в том числе давлением валютного курса или цен на жилье. Однако даже на этапе экстренных мер необходимо учесть долгосрочные последствия — существует опасность того, что восстановление стабильности в разгар кризиса может привести к тому, что центральные банки предоставят кредиты некоторым финансовым организациям, которые почти неизбежно окажутся неплатежеспособными.

Конкретные меры по преодолению кризиса включают: 1) рекапитализацию финансовых организаций, 2) использование компаний по управлению активами (КУА) для получения средств по проблемным ссудам, 3) прощение долга и 4) предоставление стимулов для списания убытков по ссудам³. Страны обычно применяют определенное сочетание различных стратегий преодоления кризиса, некоторые пакеты в большей степени ориентированы на финансовые организации, а другие — на заемщиков, и в ходе этого процесса государство часто несет значительные бюджетные расходы⁴.

²Изучив выборку из 40 эпизодов банковских кризисов, авторы работы Laeven and Valencia (готовится к публикации) демонстрируют, что экстренные меры часто включали чрезвычайную поддержку ликвидности и государственные гарантии по депозитам. Отказ от применения принудительных мер (приостановление действия пруденциальных норм и возможность продолжения работы технически неплатежеспособных банков) также является распространенным средством. Меры, направленные на предотвращение массового изъятия вкладов из банков путем замораживания вкладов и введения банковских каникул, напротив, применяются редко.

³Авторы работы Laeven and Valencia (готовится к публикации) указывают, что рекапитализация банков происходила в двух третях рассмотренных ими кризисов, средний объем расходов из бюджета составлял 6 процентов ВВП. КУА были созданы в чуть больше половины эпизодов, отраженных в их базе данных.

⁴Средние расходы на вмешательство государства в случаях, рассмотренных в работе Laeven and Valencia (2008), составляют около 16 процентов ВВП.

Ниже излагается некоторый накопленный опыт применения этих мер по преодолению кризиса.

Рекапитализация. Меры, направленные на быстрое пополнение капитальной базы финансовых организаций, не приводят непосредственно к улучшению ситуации должников, но облегчают для банков признание убытков и тем самым способствуют реструктуризации корпораций. Рекапитализация банков при содействии государства может вместе с тем создать риск злоупотреблений для акционеров, особенно если вмешательство государства невелико по сравнению с отрицательной чистой стоимостью капитала организаций, получающих помощь. Сравнение механизмов рекапитализации, принятых в США (начиная с 1933 года) и в Японии (1998 и 1999 годы) помогает проиллюстрировать некоторые важнейшие проблемы⁵. В США программа в основном предусматривала покупку привилегированных акций для пополнения капитала банков и включала надлежащую проверку и стимулы для участников, с тем чтобы средства налогоплательщиков получили только те банки, которые стоит спасать и которые более осмотрительно управляли своими рисками и структурой капитала. Кроме того, банки, получавшие помощь, подвергались контролю, с тем чтобы гарантировать надлежащее использование государственной помощи. В Японии первая программа (начатая в 1998 году) предусматривала лишь небольшие суммы, была в основном направлена на приобретение субординированного долга и ссуд, а средства по ней широко распределялись по всей банковской системе. Более успешная программа рекапитализации началась в 1999 году, она предусматривала более крупные покупки привилегированных акций и более жесткие критерии, а также ориентировалась на более ограниченную группу участников⁶.

⁵Две программы Японии предусматривали в общей сложности приобретение государством капитала банков на 10 трлн иен (2 процента ВВП).

⁶Конкретные формы банковской рекапитализации часто зависят от национального режима несостоятельности для финансовых организаций. Сегодня во многих странах такие режимы не допускают быстрого преодоления кризисов и вместо этого затягивают их. Другой вывод состоит в том, что для успешной банковской рекапитализации банковские правила о капитале должны применяться неукоснительно, что может означать введение лимитов на распределение дивидендов.

Компании по управлению активами (КУА). Основная задача государственных КУА состоит в ускорении финансовой реструктуризации путем принятия от банков необслуживаемых активов. Двумя примерами успешных КУА являются Securum и Retrieve в Швеции, созданные в 1992 году для управления проблемными ссудами двух ведущих шведских банков, Nordbanken и Gota Bank. Обе компании смогли вернуть большую часть своих первоначальных инвестиций путем реализации своих активов. Факторы, способствовавшие их успеху, включают эффективную судебную систему, которая позволила им заставить неплатежеспособных должников оформить банкротство; характер их активов, связанных с недвижимостью, который облегчал реструктуризацию; прочные механизмы внутреннего управления и группы квалифицированных управленцев, имевшиеся в этих компаниях. Однако другим странам было тяжелее реализовать эти преимущества, отчасти из-за слабых правовых, регулятивных и политических институтов, — активы банков часто передавались КУА по ценам выше рыночных, что приводило к скрытой рекапитализации и создавало риск злоупотреблений.

Прощение долга. Важнейшими преимуществами этой меры являются ее простота и быстрота — прощение долга означает признание убытков по ссудам сразу и тем самым обеспечивает немедленное облегчение бремени заемщиков. Однако в то же время прощение долга создает проблемы со стимулами, поскольку оно не приводит к убыткам для заемщиков и акционеров банков. Оно может также подорвать доверие к денежно-кредитным учреждениям и к принципу верховенства закона, поскольку оно может

нарушать денежно-кредитные стандарты и означать вмешательство в частные договоры. Его результативность в конечном итоге зависит от частоты его применения и конкретных обстоятельств финансовых трудностей⁷. Вместе с тем ввиду риска злоупотреблений прощение долга должно рассматриваться лишь в крайнем случае.

Программы списания убытков по ссудам. Программы списания убытков по ссудам направлены на поддержку заемщиков. Хотя они могут быть быстро реализованы, субсидии на списание убытков по ссудам могут уменьшить стимулы для осмотрительного поведения, поскольку они не приводят к убыткам для банков или заемщиков.

В целом сочетание мер политики в конечном итоге будет определяться конкретными особенностями кризиса и должно отражать ряд факторов, в том числе характер и глубину финансового кризиса и специфические условия страны. Изложенные здесь четыре принципа проведения вмешательства доказали свою общую применимость и должны соблюдаться в каждом кризисе, в том числе в текущем.

⁷Опыт США в 1930-х годах, когда оговорки об оплате золотом в долговых контрактах были отменены, демонстрирует, что прощение долга может помочь в решении проблем координации при пересмотре условий долга. Хотя очень немногие отдельные кредиторы были готовы добровольно снять эти оговорки, они были вынуждены пойти на это коллективно, когда улучшение общеэкономических условий было выгодно как для кредиторов, так и для должников.

тущими ценами на активы и расширением кредита. Поэтому директивным органам следует быть внимательными к этим показателям на фазе подъема финансового цикла. Для решения проблемы накопления дисбалансов, которые могут сделать экономику уязвимой по отношению к более серьезным потерям производства в случае значительного шока, следует применять пруденциальные меры и инструменты денежно-кредитной политики.

Если значительный финансовый стресс затронет сердцевину банковской системы, то признание убытков на раннем этапе и меры в поддержку скорой рекапитализации могут способствовать уменьшению последствий для производства. В то же время директивным органам необходимо стремиться избегать более долгосрочных последствий в плане морального риска, связанных с любой стратегией восстановления финансовой стабильности.

Приложение 4.1. Данные и методология

Основными авторами приложения являются Аджела Эспириту и Гавин Асдорян.

Таблица 4.5. Данные

Переменная	Источник	Периодичность
ВВП	Haver Analytics, Organization for Economic Cooperation, and Development (OECD) Analytical Database	Ежеквартально
Средняя спотовая цена на нефть	База данных издания «Перспективы развития мировой экономики»	Ежеквартально
Инфляция ИПЦ	Haver Analytics, OECD Analytical Database	Ежеквартально
Реальное частное потребление	OECD Analytical Database	Ежеквартально
Денежная масса в обращении	OECD Analytical Database	Ежеквартально
Процентная ставка	Haver Analytics, International Financial Statistics (IFS) database	Ежеквартально
Индекс акций банковской сферы	Thomson Datastream, Haver Analytics	Ежемесячно
Индекс фондового рынка	ОЭСР	Ежемесячно
3-месячная ставка предложения на лондонском межбанковском рынке (ЛИБОР) или ставка по коммерческим бумагам	Haver Analytics	Ежемесячно
Ставка по краткосрочным гос. обязательствам	Haver Analytics	Ежемесячно
Доходность по гос. облигациям	Haver Analytics, Thomson Datastream	Ежемесячно
Доходность по корп. облигациям	Thomson Datastream, Haver Analytics	Ежемесячно
Реальный эффективный валютный курс	Международный Валютный Фонд	Ежемесячно
Инвестиции в жилье	OECD Analytical Database	Ежеквартально
Инвестиции в иную недвижимость	OECD Analytical Database	Ежеквартально
Счет текущих операций	OECD Analytical Database	Ежеквартально
Реальные цены на жилье	ОЭСР	Ежеквартально
Кредит	IFS database	Ежеквартально
Чистое кредитование населения	ОЭСР	Ежегодно
Чистое кредитование государства	ОЭСР	Ежегодно
Чистое кредитование нефинансовых корпораций	ОЭСР	Ежегодно
Активы банков	ОЭСР	Ежегодно
Собственный капитал банков	ОЭСР	Ежегодно

Индекс финансового стресса

В настоящем разделе приложения характеризуются компоненты и методология, используемые для составления индекса финансового стресса (ИФС). ИФС представляет собой взвешенное среднее семи переменных, объединенных в три категории.

Банковский сектор

- β банковского сектора: скользящая ковариация за 12 месяцев погодного изменения в процентах индекса акций банковской сферы и общего индекса фондового рынка, деленная на скользящую дисперсию погодного изменения общего индекса фондового рынка за 12 месяцев. Источники: Thomson Datastream, Haver Analytics и ОЭСР.
- Спред TED: трехмесячная ставка ЛИБОР или ставка по коммерческим бумагам минус ставка по краткосрочным государственным обязательствам. Источник: Haver Analytics.
- Показатель, обратный спреду сроков: ставка по краткосрочным государственным обязательствам минус ставка по долгосрочным государственным обязательствам. Источники: Thomson Datastream и Haver Analytics.

Рынок ценных бумаг

- Спред по корпоративным обязательствам: доходность по корпоративным облигациям минус доходность по долгосрочным государственным облигациям. Источники: Thomson Datastream и Haver Analytics.
- Снижение на рынке акций: индекс акций в $t-1$ минус индекс акций в t , деленный затем на индекс акций $t-1$. Источник: ОЭСР.

Валютный рынок

- Волатильность реального эффективного валютного курса с течением времени: волатильность по GARCH(1,1) месячных процентных изменений реального эффективного валютного курса. Источник: МВФ.

Все компоненты изначально имеют месячную периодичность. Индекс строится путем использования среднего компонентов после корректировки на среднее выборки и стандартизации по стандартному отклонению выборки. Затем базис индекса меняется, чтобы он находился в диапазоне от 0 до 100. Наконец, он пересчитывается в квартальную периодичность с помощью средних значений ме-

сячных данных. ИФС имеется по 17 странам с развитой экономикой начиная с 1980²⁴.

Эпизоды финансового стресса определяют, когда индекс превышает тренд на одно стандартное отклонение. Эпизоды, которых отделяют только два квартала, считаются одним эпизодом. Для классификации причины эпизода финансового стресса (связанный с банками, с рынком ценных бумаг или с валютным рынком) мы смотрим на изменение ИФС с квартала до начала эпизода до максимального значения ИФС в течение эпизода. Если большая часть прироста объясняется компонентами банковского сектора, то ИФС классифицируется как «банковский». То же правило применяется, если изменение является в основном результатом компонентов рынка ценных бумаг или компонента валютного рынка. Кроме того, если на долю банковской сферы приходится по крайней мере одна треть изменения ИФС, то эпизод также считается «связанным с банками».

Стоимость капитала

«Стоимость капитала» в настоящей главе определяется как взвешенное среднее реальной стоимости банковских кредитов, реальной стоимости долга и реальной стоимости акционерного капитала, в качестве весов используются относительные доли акций, облигаций и кредитов в обязательствах нефинансовых корпораций. Стоимость капитала основана на расчетах, изложенных во вставке 4 на стр. 37 мартовского бюллетеня Европейского центрального банка (ЕЦБ) 2005 года *Monthly Bulletin*. Реальная стоимость банковских кредитов, реальная стоимость долга и реальная стоимость акционерного капитала выводятся следующим образом.

- Реальная стоимость банковских кредитов: банковские ссудные ставки минус прогноз инфляции Consensus Economics на один год вперед. Источники: IFS, ЕЦБ и Consensus Economics.
- Реальная стоимость долга: доходность по корпоративным облигациям минус прогноз инфляции Consensus Economics на один год вперед. Источники: Thomson Datastream, Haver Analytics и Consensus Economics.
- Реальная стоимость акционерного капитала: выводится с применением модели, спецификация которой указана во вставке 2 на стр. 76 но-

ябрьского бюллетеня ЕЦБ 2004 года *Monthly Bulletin*. Если использовать имеющиеся данные по другим переменным, то реальная стоимость акционерного капитала, ht , может быть рассчитана с применением следующего уравнения:

$$P_t = \frac{D_t[(1 + g) + 8(g_t^{IBES} - g)]}{h_t - g},$$

where

P_t = реальный курс акций,

D_t = текущий уровень реальных дивидендов,

g_t^{IBES} = I/B/E/S долгосрочный прогноз роста прибыли на акцию минус долгосрочный прогноз инфляции Consensus Economics,

g = долгосрочные темпы роста реальной прибыли корпораций, принимаемые постоянными на уровне 2,5 процента.

Общая стоимость капитала рассчитывается как взвешенное среднее этих трех компонентов, при этом веса определяются, соответственно, как доли кредитов, долга и акций в обязательствах нефинансовых корпораций согласно данным национальных счетов ОЭСР.

Данные Bankscore

На основе данных на уровне отдельных банков, полученных из базы данных Bankscore, были построены два набора данных²⁵. Первый набор данных включал только инвестиционные банки согласно классификации базы данных Bankscore («инвестиционный банк /фирма по ценным бумагам»). Второй набор данных, упоминаемый в этой главе как «коммерческие банки», включал банки следующих категорий Bankscore: коммерческий банк, сберегательный банк, кооперативный банк, банк кредитования недвижимости /ипотечный банк и банк среднесрочного и долгосрочного кредита.

Выборка банков

Инвестиционные банки

Выборка банков включала банки, которые входили в число 50 первых инвестиционных банков в мире по объему активов в один год или несколько лет в период с 1988 года по 2007 год.

²⁴Данные о долгосрочной доходности по корпоративным облигациям в Греции, Ирландии, Новой Зеландии и Португалии отсутствовали и поэтому в выборку не включены.

²⁵База данных Bankscore публикуется Bureau van Dijk Electronic Publishing (BvDEP). www.bvdep.com.

Коммерческие банки

Выборка банков состояла из банков, относившихся к первым десяти банкам²⁶ по объему активов для каждой страны в один год или несколько лет в период с 1988 года по 2007 год. Она также включала любые банки, которые были приобретены или объединены с одним из банков, входивших в первые десять. (См. ниже пояснение, касающееся учета слияний и приобретений.)

Число коммерческих банков в каждой стране, использованное в выборке, было выбрано для получения репрезентативной выборки банковской сферы в каждой стране. В таблице 4.6 в краткой форме приводятся средние годовые доли общей суммы банковских активов (согласно отчетности ОЭСР), представленные банками в выборке.

Консолидированные или неконсолидированные балансы

Инвестиционные банки

Для инвестиционных банков использовались данные из консолидированной отчетности. Если консолидированные данные отсутствовали, использовались данные из неконсолидированной отчетности.

Коммерческие банки

Для того чтобы как можно больше изолировать внутренние операции коммерческих банков, для коммерческих банков в выборке использовались неконсолидированные данные. Если неконсолидированная отчетность отсутствовала, использовались данные из консолидированной отчетности.

Данные из нескольких отчетов по одному и тому же банку объединялись в единый набор данных на уровне банка, если типы отчетов (консолидированные или неконсолидированные) были одинаковыми. Кроме того, данные очищались (в случае коммерческих банков по странам) путем исключения наблюдений, где темпы роста общей суммы активов превышали 95-ый перцентиль или были ниже 5-го перцентиля.

²⁶Первые 30 банков для Соединенного Королевства и Японии; первые 50 банков для США.

Таблица 4.6. Средняя годовая доля банков выборки в общей сумме активов банков

Страна	Число первых банков	
	в данный год в выборке	Доля от общей суммы активов банков страны
Австралия	10	78
Австрия	10	71
Бельгия	10	94
Канада	10	88
Дания	10	92
Финляндия	10	79
Франция	10	73
Германия	10	65
Италия	10	40
Япония	30	74
Нидерланды	10	90
Норвегия	10	78
Испания	10	78
Швеция	10	94
Швейцария	10	64
Соединенное Королевство	30	67
США	50	60

Слияния и приобретения

Для непротиворечивости данных банки, которые были приобретены или объединены с банками, включенными в первоначальную выборку, также включались в этот набор данных. За годы, предшествующие слиянию или приобретению, соответствующие банки рассматривались как отдельные; за годы, следующие за слиянием или приобретением, банк, образовавшийся в результате слияния или приобретения, учитывался в базе данных, естественно, как один банк. Для расчета изменений уровня или темпов роста банка в год слияния или приобретения для года, предшествующего слиянию или приобретению, строилась точка на графике путем объединения значений для банков, участвовавших в слиянии или приобретении.

Литература

- Adrian, Tobias, and Hyun Song Shin, 2008a, "Financial Intermediary Leverage and Value at Risk," Staff Report No. 338 (New York: Federal Reserve Bank of New York).
- , 2008b, "Liquidity and Leverage," Staff Report No. 328 (New York: Federal Reserve Bank of New York).
- Altunbas, Yener, Leonardo Gambacorta, and David Marqués, 2007, "Securitisation and the Bank Lending Channel," ECB Working Paper No. 838 (Frankfurt am Main: European Central Bank).

- Bayoumi, Tamim, and Ola Melander, 2008, "Credit Matters: Empirical Evidence on U.S. Macro-Financial Linkages," IMF Working Paper 08/169 (Washington: International Monetary Fund).
- Bernanke, Ben, and Mark Gertler, 1995, "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9 (Autumn), pp. 27–48.
- , and Simon Gilchrist, 1999, "The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework," *Handbook of Macroeconomics*, Vol. 1C (Amsterdam: North-Holland), pp. 1341–93.
- Bernanke, Ben, Cara Lown, and Benjamin Friedman, 1991, "The Credit Crunch," *Brookings Papers on Economic Activity*: 2, Brookings Institution, pp. 205–47.
- Borio, Claudio, 2007, "Change and Constancy in the Financial System: Implications for Financial Distress and Policy," BIS Working Paper No. 237 (Basel: Bank for International Settlements, October).
- Calomiris, Charles W., Daniela Klingebiel, and Luc Laeven, 2005, "Financial Crisis Policies and Resolution Mechanisms: A Taxonomy from Cross-Country Experience," in *Systemic Financial Crises: Containment and Resolution*, ed. by Patrick Honohan and Luc Laeven (Cambridge, Massachusetts: Cambridge University Press), pp. 25–75.
- Caprio, Gerard, and Daniela Klingebiel, 2003, "Episodes of Systematic and Borderline Financial Crises," Dataset 1 (Washington: World Bank).
- Cihak, Martin, and Petya Koeva Brooks, forthcoming, "From Subprime Loans to Subprime Growth? Evidence for the Euro Area," Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Claessens, Stijn, M. Ayhan Kose, and Marco E. Terrones, 2008, "What Happens During Recessions, Crunches and Busts?" (unpublished; Washington: International Monetary Fund, August 5).
- Goodhart, Charles, 1996, "An Incentive Structure for Financial Regulation," LSE Financial Markets Group Special Paper No. 88 (London: London School of Economics and Political Science, July).
- Harding, Don, and Adrian Pagan, 2002, "Dissecting the Cycle: A Methodological Investigation," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 49 (March), pp. 365–81.
- Hoelscher, David S., and Marc Quintyn, 2003, *Managing Systemic Banking Crises* (Washington: International Monetary Fund).
- Honohan, Patrick, and Luc Laeven, eds., 2005, *Financial Crises: Containment and Resolution* (Cambridge, Massachusetts: 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.
- International Monetary Fund (IMF), 2008, *Global Financial Stability Report: Financial Stress and Deleveraging—Macro-Financial Implications and Policy* (Washington, October).
- J.P. Morgan Research, 2008, "Credit and Growth: The Case of the Euro Area" (June 19).
- Kaminsky, Graciela, and Carmen Reinhart, 1999, "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems," *American Economic Review*, Vol. 89 (June), pp. 473–500.
- Kashyap, Anil, Raghuram Rajan, and Jeremy Stein, 2008, "Rethinking Capital Regulation," paper prepared for the Federal Reserve Bank of Kansas City symposium, "Maintaining Stability in a Changing Financial System," Jackson Hole, Wyoming, August 21–23.
- Kashyap, Anil, and Jeremy Stein, 1995, "The Impact of Monetary Policy on Bank Balance Sheets," *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. 42 (June), pp. 151–95.
- Kindleberger, Charles, and Robert Aliber, 2005, *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises* (Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, 5th ed.).
- Kiyotaki, Nobuhiro, and John Moore, 1997, "Credit Cycles," *Journal of Political Economy*, Vol. 105 (April), pp. 211–48.
- Laeven, Luc, and Fabian Valencia, forthcoming, "Systemic Banking Crises: A New Database" Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Leamer, Edward, 2007, "Housing Is the Business Cycle," presented at the Jackson Hole Symposium on Housing, Housing Finance, and Monetary Policy, August 30–September 1, 2007.
- Minsky, Hyman, 1992, "The Financial Instability Hypothesis," Jerome Levy Economics Institute Working Paper No. 74 (Annandale-on-Hudson, New York: Bard College, May).
- Peek, Joe, and Eric Rosengren, 1995, "The Capital Crunch: Neither a Borrower Nor a Lender Be," *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 27, No. 3, pp. 625–38.
- Rajan, Raghuram, and Luigi Zingales, 2003, "Banks and Markets: The Changing Character of European Finance," CEPR Discussion Paper No. 3865 (London: Centre for Economic Policy Research).

Reinhart, Carmen, and Kenneth Rogoff, 2004, "The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 119, No. 1 (February), pp. 1–48.

———, 2008, "Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison," NBER Working Paper No. 13761 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Shiller, Robert J., 1999, "Measuring Bubble Expectations and Investor Confidence," NBER Working Paper No. 7008 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Shin, Hyun Song, 2008, "Reflections on Modern Bank Runs: A Case Study of Northern Rock," Working Paper (unpublished; Princeton, New Jersey: Princeton University).

В данной главе рассматривается вопрос о том, следует ли использовать налогово-бюджетную политику для противодействия колебаниям циклов деловой активности, в особенности экономическим спадам. Может ли дискреционная налогово-бюджетная политика успешно стимулировать выпуск продукции? Или же она приносит больше вреда, чем пользы? Приведенные в данной главе новые сведения, как по странам с формирующимся рынком, так и странам с развитой экономикой, показывают, что бюджетное стимулирование может оказывать положительное воздействие, хотя и небольшое. Однако директивным органам следует крайне осторожно подходить к реализации пакетов мер стимулирования, стремясь к тому, чтобы они были своевременными и чтобы они не становились перманентными и не вызывали обеспокоенности в отношении экономической приемлемости долга. Глава завершается обсуждением того, как можно повысить эффективность автоматических стабилизаторов и как улучшение управления может снизить обеспокоенность «смещениями в сторону увеличения долга» в связи с принятием дискреционных мер.

В последние месяцы, в условиях, когда страны переживают падение цен на активы, увеличение стоимости сырья и кредита и снижение доверия, вновь раздаются призывы к активному использованию правительствами мер налогово-бюджетной политики в поддержку усилий центральных банков по предотвращению резкого снижения экономической активности. В очередной раз идет оживленная дискуссия о надлежащей роли налогово-бюджетной политики в управлении циклами деловой активности, в особенности во время спада. Целесообразны ли дискреционные налогово-бюджетные меры или иногда они приносят больше вреда, чем пользы? Когда пакет дискреционных мер является наиболее эффективным? Когда лучше просто дать возможность автоматическим стабилизаторам делать свое дело?

Основными авторами данной главы являются Алесдэйр Скотт (руководитель группы), Стивен Барнет, Марк Де Брук, Анна Иванова, Дехенг Ким, Майкл Кумхоф, Дуллас Лэкстон, Даниэль Лей, Свен Яри Стен и Стивен Симански. Им оказывали содействие Элен Хенсл, Аннет Киобе, Сусанна Мурсула и Бен Саттон.

Споры о надлежащей роли налогово-бюджетной политики в управлении циклом деловой активности продолжаются много лет. Согласно одному направлению экономической теории, налоги, трансферты и расходы могут разумно использоваться для противодействия колебаниям экономической активности, особенно если экономические колебания в основном связаны с дисбалансами на рынках, а не являются реакцией на изменения фундаментальных факторов, таких как производительность. Сторонники других направлений утверждают, что меры налогово-бюджетной политики обычно либо являются неэффективными, либо только ухудшают положение дел, так как принимаются несвоевременно или создают вредные искажения. Последняя точка зрения преобладала в дискуссиях на протяжении последних двух десятилетий; соответственно, налогово-бюджетная политика уступила ведущую роль денежно-кредитной политике. Однако признавалось и то, что иногда денежно-кредитная политика нуждается в поддержке бюджетного стимулирования, например, когда номинальные процентные ставки приближаются к нулю или механизмы воздействия денежно-кредитной политики по какой-либо причине не срабатывают.

В свете вышеизложенного в данной главе приводится новый взгляд на роль налогово-бюджетной политики во время экономических спадов. Основные задачи заключаются в следующем: 1) проанализировать, какой является обычная реакция налогово-бюджетной политики во время экономических спадов; 2) изучить влияние бюджетного стимулирования на экономическую активность во время спадов; 3) выявить основные факторы, которые сказываются на результатах налогово-бюджетных интервенций; 4) исходя из эмпирических сведений и теоретических выкладок, выдвинуть рекомендации в отношении экономической политики и показать: а) когда и каким образом следует использовать дискреционную налогово-бюджетную политику; б) каковы последствия применения различных инструментов налогово-бюджетной политики; в) каков надлежащий баланс между автоматическими стабилизаторами и дискреционными мерами.

В данной главе делается попытка тремя способами дополнить уже существующий значительный объем работ, посвященных вопросу о налогово-бюджетной политике как антицикличес-

ком инструменте. Во-первых, в ней, в частности, рассматривается вопрос о том, были ли дискреционные ответные меры налогово-бюджетной политики на спады действительно своевременными и являлись ли они временными. Во-вторых, в то время как в большинстве предыдущих исследований основное внимание уделялось воздействию мер политики в странах с развитой экономикой, в данной главе также рассматриваются сведения по странам с формирующимся рынком. Наконец, данная глава дополняет эмпирический анализ проведением имитационного анализа, призванного оценить то, как бюджетные мультипликаторы зависят от выбора налогово-бюджетных инструментов и характеристик экономики.

Имеющиеся сведения о проведении политики показывают, что дискреционная налогово-бюджетная политика являлась в большем числе случаев своевременной, чем указывают некоторые критики. Однако существуют обоснованные опасения относительно того, что пакеты мер бюджетного стимулирования будут временными, а также опасения в отношении тех последствий, которые они будут иметь для траектории государственного долга. Эмпирические сведения показывают, что дискреционное бюджетное стимулирование оказывает умеренное положительное воздействие на рост выпуска продукции в странах с развитой экономикой. Однако это влияние, как представляется, является ограниченным в странах с формирующимся рынком. Это может быть связано с вопросами доверия и, в особенности, обеспокоенностью в отношении долга. Имитационные расчеты показывают, что бюджетные мультипликаторы могут существенно различаться, в зависимости от используемого инструмента, степени адаптации денежно-кредитной политики и вида экономики. Как подтверждают эмпирические сведения, повышение премии за риск в результате обеспокоенности долговой ситуацией может делать бюджетные мультипликаторы негативными, вследствие чего дискреционное бюджетное стимулирование может принести больше вреда, чем пользы.

Означает ли это, что антициклическая налогово-бюджетная политика не может выполнять никакой полезной роли? На практике масштабы применения автоматических стабилизаторов связаны с размерами государственного сектора, но более широкий государственный сектор обычно ассоциируется с более низкими темпами экономического роста. Учитывая эту дихотомию, имеет смысл дополнительно изучить вопрос о том, могут ли антициклические бюджетные правила и основы налогово-бюджетной политики быть разработаны таким образом, чтобы усилить возможности налогово-бюджетной по-

литики сглаживать колебания выпуска продукции и доходов в течение цикла деловой активности без увеличения размеров государственного сектора или подрыва устойчивости долговой ситуации.

Данная глава организована следующим образом. В следующем разделе приводится краткий обзор эмпирической и теоретической литературы о роли налогово-бюджетной политики в стабилизации выпуска продукции. В последующих двух разделах представлены сначала результаты новых эмпирических работ, в которых описывается применение мер налогово-бюджетной политики как в странах с развитой экономикой, так в странах с формирующимся рынком, а затем анализируется их воздействие. В следующем далее разделе используется формальный ситуационный анализ для изучения эффективности различных вариантов стимулирования и влияния разных макроэкономических факторов при проведении политики. В заключительном разделе приводятся некоторые рекомендации в отношении политики.

Понимание дискуссии о налогово-бюджетной политике

Налогово-бюджетная политика может двумя общими способами стабилизировать цикл деловой активности. Один из них заключается в использовании автоматических стабилизаторов, вытекающих из различных элементов налогово-бюджетной системы, которые естественным образом варьируют вместе с изменениями в экономической активности: например, при сокращении выпуска продукции уменьшаются налоговые поступления и увеличиваются выплаты безработным¹. Дискреционная налогово-бюджетная политика, с другой стороны, предусматривает активную корректировку политики, влияющую на государственные расходы, налоги и трансферты, и часто не связана с соображениями стабилизации.

Автоматические стабилизаторы в силу своего характера оказывают незамедлительное воздействие во время спада. Однако они обычно являются побочным продуктом решения других задач налогово-бюджетной политики. Собственно размер автоматических стабилизаторов обычно связан с размерами государственного сектора (см., например, Fatás and Mihov, 2001), что позволяет предположить, что увеличение государственного сектора

¹ Следовательно, сила автоматических стабилизаторов зависит от размера трансфертов (например, масштабов страхования от безработицы), прогрессивности налоговой системы и влияния налогов и трансфертов на коэффициент участия населения в рабочей силе и спроса на работников и капитал.

может способствовать уменьшению колебаний выпуска продукции (см. Galí, 1994). Однако многие утверждают, что в долгосрочной перспективе более крупный государственный сектор становится тормозом экономического роста. Следовательно, создается потенциальный конфликт между усилением стабильности и повышением экономической эффективности. Более того, эффективность автоматических стабилизаторов может скорее зависеть от их надлежащей проработки, а не масштабов.

Поскольку автоматические стабилизаторы часто ограничены по своему масштабу — во вставке 5.1 рассматриваются масштабы применения автоматических стабилизаторов в различных странах — активное использование дискреционных налогово-бюджетных мер часто представляется как антициклический инструмент. Однако скептики ставят под сомнение способность правительств обеспечивать своевременное принятие мер, а также макроэкономический эффект дискреционных налогово-бюджетных мер и долгосрочные последствия для устойчивости бюджета.

Эти скептики утверждают, что дискреционные налогово-бюджетные меры не могут быть достаточно быстро утверждены законодательным органом, в особенности если сравнивать с той скоростью, с которой центральный банк может менять ставку интервенции. Следовательно, существует риск того, что бюджетное стимулирование не начнет действовать прежде, чем экономика начнет выходить из спада. Кроме того, как утверждают критики, меры бюджетного стимулирования вряд ли могут быть высокоадресными и, напротив, скорее всего будут вести к расточительному и искажающему экономическое равновесие расходованию государственных средств, в то время как меры со стороны доходной части бюджета более восприимчивы к давлению, оказываемому заинтересованными группами, а не потребностям экономики. Более того, эти меры вряд ли будут достаточно быстро отменены для сохранения устойчивости бюджета. Например, имеются широкие сведения о том, что налогово-бюджетная политика в странах с формирующимся рынком и менее развитых странах носит скорее проциклический, а не антициклический характер, что частично объясняется политическими стимулами к увеличению дефицита бюджета в благоприятные периоды, когда финансирование легко доступно (Talvi and Végh, 2000).

Даже если бюджетное стимулирование может быть быстро реализовано, оправдывает ли это применение дискреционной налогово-бюджетной политики? По этому вопросу продолжают широко спорить и мнения теоретиков мало в чем совпадают. Хрестоматийный кейнсианский постулат

гласит, что личное потребление и инвестиции определяются текущими доходами, вследствие чего выпуск продукции весьма чувствителен к изменениям налогово-бюджетной политики. Однако налогово-бюджетная политика может быть значительно менее эффективной в условиях открытой экономики, в зависимости от степени мобильности капитала и валютного режима, так как бюджетное стимулирование может просто «утекать». В дополнение к обычному доводу о возникновении эффекта вытеснения, многие неоклассические теоретики подчеркивают роль ожиданий в отношении будущих доходов и налогов, утверждая, что бюджетные мультипликаторы, вероятно, будут невысокими, так как ориентированные на перспективу домашние хозяйства поймут, что временное бюджетное стимулирование не окажет значительного влияния на их пожизненный доход; мультипликаторы могут быть даже отрицательными, если возросшие государственные расходы лишь компенсируют сокращение личного потребления и инвестиций². Напротив, в недавних работах, в которых используются так называемые новые кейнсианские модели, указывается, что увеличение государственного потребления может все же положительно влиять на потребление и реальную заработную плату, если существуют номинальная и реальная негибкость и ограничения ликвидности (см., например, Galí, 2006). В этих моделях также показывается, что не все временные налогово-бюджетные меры являются неэффективными: меры политики, которые сказываются на стимуле к изменению времени потребления — такие как изменения налогов на потребление, — вероятно, будут наиболее эффективными, когда существует понимание того, что они носят временный, а не постоянный характер.

В последние годы все более актуальными, возможно, становятся следующие четыре фактора.

- *Степень рыночной негибкости.* В результате проведения макроэкономических реформ негибкость рынков товаров и труда, возможно, уменьшилась со временем, а доступ к кредиту стал более широким, что привело к снижению бюджетных мультипликаторов.

²Например, согласно хорошо известной критике эквивалентности Рикардо, приводимой в работе Вагго (1974), домашние хозяйства и фирмы понимают, что дефицит в сочетании с будущим повышением налогов ничуть не улучшает чистой приведенной стоимости их активов, и поэтому они будут сберегать, а не тратить средства от временного (аккордного) сокращения налогов. В неоклассических моделях часто указывается, что богатство после увеличения государственных расходов может настолько сильно уменьшиться, что это приведет к сокращению личного потребления и инвестиций.

Вставка 5.1. Различия в размере автоматических стабилизаторов и их взаимодействие с дискреционной налогово-бюджетной политикой

Насколько важны автоматические стабилизаторы? В данной вставке рассматривается размер их воздействия на бюджетное сальдо, в особенности в сопоставлении с дискреционной налогово-бюджетной политикой. Во-первых, влияние автоматических стабилизаторов на первичное сальдо различается между странами. Волатильность первичного сальдо скорее является результатом изменений дискреционной политики, а не действия автоматических стабилизаторов. Однако в случае многих стран изменения дискреционной политики не полностью синхронизированы с циклами деловой активности, что указывает на то, что автоматические стабилизаторы часто служат более важным фактором системного антициклического воздействия мер политики.

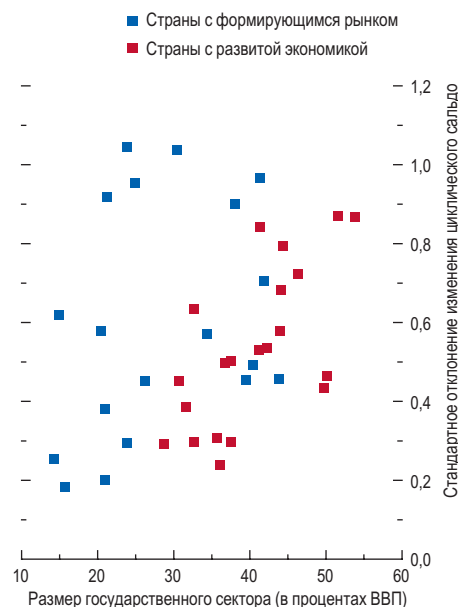
Автоматические стабилизаторы измеряются посредством изменения циклического сальдо, оцениваемого в анализе событий в основной части данной главы¹. Влияние автоматических стабилизаторов на результаты налогово-бюджетной политики различается между странами и напрямую связано как с размером государственного сектора, так и волатильностью выпуска продукции. Размер госсектора служит удачной представительной переменной размера автоматических стабилизаторов, и его значения отмечены по горизонтальной оси на первом рисунке². Реализованная волатильность циклического сальдо, измеряемая как стандартное отклонение изменения циклического сальдо, приблизительно равна размеру госсектора, помноженному на волатильность разрыва между фактическим и потенциальным объемом производства. На первом рисунке показано, что даже несмотря на то что страны с формирующимся рынком имеют меньший госсектор, они обычно испытывают большую волатильность циклического сальдо, чем страны с развитой экономикой. Это во многом объясняется тем, что страны с формирующимся рынком имеют более волатильный разрыв между фактическим и потенциальным объемом производства. Однако, если рассматривать страны с формирующимся рынком и страны с развитой экономикой в отдельности (чтобы исключить более высокую волатильность разрыва между фактическим и потенциальным объемом производства в странах с формирующимся рынком), то обнаруживается прямая взаимосвязь между размером госсектора и волатильностью циклического сальдо, то есть стра-

Основным автором данной вставки является Стивен Барнет.

¹Для целей анализа в данной вставке используется показатель, основанный на эластичности. Период выборки охватывает 1992–2007 годы.

²Это объясняется во вставке 4.2 в работе Balassone and Kumar (2007). Этот общий вывод устойчив к допущениям в отношении эластичности доходов.

Волатильность циклического сальдо



Источник: расчеты персонала МВФ.

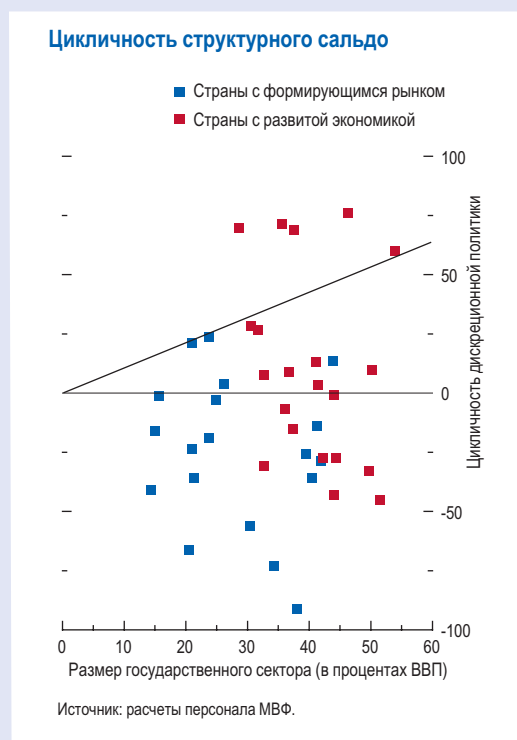
ны с большими автоматическими стабилизаторами имеют большие вариации циклического сальдо³.

Однако на долю изменений дискреционной налогово-бюджетной политики приходится большая часть волатильности первичного сальдо, чем на автоматические стабилизаторы. Волатильность скорректированного с учетом циклических колебаний сальдо в среднем примерно в три раза выше, чем волатильность циклического сальдо. Это верно как в случае стран с развитой экономикой, так и с формирующимся рынком. Однако то, насколько эти изменения играют антициклическую роль, зависит от степени их синхронизации с циклом деловой активности. Для того чтобы эмпирически исследовать это, было проведено сопоставление показателя циклической дискреционной налогово-бюджетной политики с размером автоматических стабилизаторов⁴.

³Однако часто обнаруживается, что корреляция размера государственного сектора с волатильностью выпуска продукции имеет обратное значение (см., например, Andrés, Doménech, and Fatás, 2008), что уменьшает в остальном прямую механическую взаимосвязь между размером государственного сектора и волатильностью циклического сальдо.

⁴Циклическая дискреционная налогово-бюджетная политика измеряется регрессией первого порядка, в которой скорректированное с учетом циклических колебаний

Вставка 5.1 (окончание)



На втором рисунке показано, что дискреционная налогово-бюджетная политика обычно является более антициклической в странах с развитой экономикой (когда антициклическость дискреционных мер выше нуля), но часто является проциклической в странах с формирующимся рынком (ниже нуля). Единицы измерения двух осей сопоставимы и указывают на изменение в процентных пунктах соответствующего сальдо (после деления на 100) при увеличении разрыва между фактическим и потенциальным объемом производства на 1 процентный пункт. Если страна находится выше линии, проведенной под углом 45 градусов, то ее дискреционная политика делает общую налогово-бюджетную политику более антициклической, чем автоматические стабилизаторы. Как видно на рисунке, это имеет место лишь в нескольких случаях, в том числе в некоторых англоязычных странах с меньшим размером госсек-

первичное сальдо является зависимой переменной, а разрыв между фактическим и потенциальным объемом производства — объясняющей переменной. Положительный коэффициент указывает на более антициклическую политику. Однако в случае этой регрессии существует одна потенциальная проблема — она игнорирует взаимосвязь (эндогенность) между налогово-бюджетной политикой и разрывом между фактическим и потенциальным объемом производства.

тора, а также в ряде стран Северной Европы с более крупным госсектором. Однако имеется мало систематических сведений, показывающих, что страны с меньшим размером госсектора компенсируют более слабые автоматические стабилизаторы проведением более дискреционной политики.

Вместе взятые эти результаты показывают следующее: 1) автоматические стабилизаторы в целом более последовательно играют антициклическую роль, чем дискреционная налогово-бюджетная политика; 2) изменения дискреционной налогово-бюджетной политики либо проводятся несвоевременно, либо связаны с иными факторами, нежели стабилизация выпуска продукции. Однако следует признать, что степень дискреционности налогово-бюджетной политики измеряется посредством скорректированного с учетом циклических колебаний сальдо, которое, как было отмечено в основном тексте, не является идеальным замещающим параметром, так как оно может также отражать факторы, не связанные с дискреционными изменениями, в частности, колебания цен на активы.

Изменения цен на активы напрямую влияют на налоги на финансовые операции и реализованный прирост капитала, но они также оказывают более широкое косвенное влияние на поступления, в частности, посредством воздействия богатства на потребление. В той мере, в какой эти изменения не полностью следуют за циклами деловой активности (например, усиленные колебания относительно колебаний разрыва между фактическим и потенциальным объемом производства), воздействие на поступления не будет полностью отражаться традиционными показателями эластичности налоговых поступлений и будет являться частью скорректированного с учетом циклических колебаний компонента поступлений. В одном неопубликованном исследовании персонал МВФ составил эконометрические оценки краткосрочной чувствительности скорректированных с учетом циклических колебаний налоговых поступлений к колебаниям цен на жилье и курсы акций в странах Группы семи. Скорректированные с учетом циклических колебаний данные о поступлениях были рассчитаны с использованием традиционных методов корректировки для обеспечения согласованности результатов. Оценки указывают на то, что падение цен на жилье и курсов акций на 1 процент может уменьшить совокупные налоговые поступления на сумму, которая может достигать почти 1 процента, причем большая часть уменьшения связана со снижением цен на жилье. Оценки также показывают, что Канада, Соединенное Королевство, Соединенные Штаты и Япония более чувствительны к колебаниям цен на жилье и курсов акций, чем континентальные европейские страны Группы семи.

Вставка 5.2. Почему так трудно определить воздействие бюджетного стимула?

В эмпирических работах, посвященных воздействию налогово-бюджетной политики, как ни удивительно, не дается четкого ответа на простой вопрос, может ли дискреционная налогово-бюджетная политика успешно стимулировать экономику на фазе спада. Оценки влияния налогово-бюджетной политики на многие ключевые макроэкономические параметры могут различаться не только по степени, но и по знаку. Цель данной вставки — объяснить, почему так трудно дать однозначный ответ на вопрос о том, какое влияние оказывает дискреционная налогово-бюджетная политика.

Любое эмпирическое исследование по данному вопросу сталкивается со следующими проблемами. 1) Любая оценка воздействия изменения политики должна учитывать экономические условия, в которых проводится эта политика. 2) Бюджетный стимул может достигаться посредством многочисленных различных сочетаний налогов, трансфертов и расходов, и каждый из этих элементов может оказывать различное воздействие. 3) Дата, на которую измеряется изменение налогово-бюджетной политики на основе полученных данных, иногда будет отличаться от даты, на которую эта политика становится известной домашним хозяйствам и фирмам. 4) Меры политики, как и экономическая активность, носят эндогенный характер — они одновременно зависят друг от друга, и поэтому при рассмотрении простых корреляций не всегда можно сразу определить, что первично, а что вторично. Очевидно, что труднее всего преодолеть эту последнюю проблему. Исследователь должен каким-то образом отделить те элементы изменений налогов, трансфертов и расходов, которые являются пассивными (например, вызваны автоматическими стабилизаторами), от элементов, которые отражают действительные инициативы в области политики, и использовать полученный показатель бюджетного стимула для определения воздействия, оказываемого на экономическую активность.

В качестве примера предположим, что общие изменения налогово-бюджетной политики, g , представлены уравнением:

$$g = (\alpha + \beta)y + \eta, \quad (1)$$

где y отражает разрыв между фактическим и потенциальным объемом производства. Для упрощения величину g можно представить как отражающую только государственные расхо-

ды, и тогда стимулирование происходит только при положительных значениях g . На состояние экономики реагируют два компонента налогово-бюджетной политики: автоматический компонент, обозначенный как α , и системный дискреционный компонент, обозначенный как β . Непредвиденные дискреционные меры налогово-бюджетной политики обозначены как η .

Теперь предположим, что процесс выпуска продукции выглядит следующим образом:

$$y = \delta g + \epsilon, \quad (2)$$

где δ обозначает бюджетный мультипликатор, а ϵ — шоки, не зависящие от политики. Этой системе присущи две существенные проблемы. Во-первых, мы имеем дело с классической проблемой одновременности: попытки оценить влияние налогово-бюджетной политики на выпуск продукции путем расчета уравнения (1) приведут к получению смещенных оценок. Вторая проблема — это проблема измерения, которая связана с трудностью разграничения системных изменений дискреционной политики и автоматических стабилизаторов. Основанный на эластичности показатель бюджетного стимула может быть представлен в виде следующего уравнения, использующего оценки ОЭСР для компонента α :

$$\tilde{f} = f - \alpha y.$$

Оценка цикличности этого показателя равносильна оценке параметра β ^{1,2}.

При изучении эффективности налогово-бюджетной политики в системе регрессий показатель бюджетного стимула, ошибочно включающий циклические изменения, вызванные автоматическими стабилизаторами, приведет к неверным выводам в отношении эффективности дискреционной налогово-бюджетной политики. Поэтому во втором показателе бюджетного стимула все внимание сосредоточено на влиянии непредвиденных шоков со стороны налогово-бюджетной политики, η ³.

¹Применение этого метода также демонстрируется в работе Galí and Perotti (2003).

²При рассмотрении реакции налогово-бюджетной политики в странах с формирующимся рынком требуется допущение «ноль-один» для эластичности расходов и поступлений по доходам, что является более грубым, но концептуально тем же самым подходом к измерению α .

³Подробно о том, как были построены показатели бюджетного стимула, см. приложение 5.1.

Основным автором данной вставки является Алесдэйр Скотт.

Оценка воздействия стимула со стороны дискреционной налогово-бюджетной политики в зависимости от эмпирического метода

	Выпуск продукции	Частное потребление	Частные инвестиции в товары длительного пользования	Частные инвестиции в капитал
Исследования VAR	От нейтрального до положительного	От нейтрального до положительного	От отрицательного до положительного	От отрицательного до положительного
Описательные исследования	Положительное	Отрицательное	Отрицательное	...
Исследования на конкретных примерах	Положительное	Положительное	...	...

Примечание. Исследования, отнесенные к категории исследований векторной авторегрессии (VAR) включают работы Fatás and Mihov (2001), Mountford and Uhlig (2002), Blanchard and Perotti (2002) и Galí, López-Salido and Vallés (2007). Исследования, отнесенные к категории описательных исследований, включают работы Ramey and Shapiro (1998) и Edelberg, Eichenbaum, and Fisher (1999). К исследованиям на конкретных примерах относится работа Johnson, Parker, and Souleles (2006).

Попытки решить эту проблему делаются и в рамках других подходов, встречаемых в литературе. Метод структурной векторной авторегрессии (СВАР) использует статистические критерии для оценки шоков, возникающих в ответ на налогово-бюджетную политику, и для измерения того, насколько полно эти шоки могут объяснить изменения выпуска продукции, не связанные с другими экономическими шоками. При этом подходе можно выделить три потенциальные проблемы. Как и в случае регрессий в приведенной форме, требуются статистические допущения для выявления шоков со стороны налогово-бюджетной политики. Во-вторых, большинство VAR игнорирует значение динамики долга для определения реакции (ключевое различие между кейнсианским и классическим взглядами на эффективность налогово-бюджетной политики связано с тем, вызывает ли временное увеличение долга ожидания более высоких налогов у домашних хозяйств и фирм)⁴. Наконец, как и регрессии в приведенной форме, VAR могут быть не способны надежным способом решить проблему выбора времени.

Напротив, в «описательных» подходах продиктованные мерами политики изменения бюджетного стимула оцениваются путем прямого анализа исторических свидетельств о законодательных актах и заявлениях для общественности. Преимущество этого подхода состоит в том, что особое внимание может быть уделено определению времени шока путем тщательного изучения моментов принятия решений и объявления мер по-

литики. Однако такие исследования являются крайне ресурсоемкими, что практически делает невозможным их применение для сопоставления стран. Кроме того, они являются субъективными, равно как VAR и анализ в приведенной форме, которые требуют принятия допущений. На практике анализ сосредоточен на небольшом числе чрезвычайных эпизодов наращивания оборонных расходов, и встает вопрос, сколь многое можно узнать из этих эпизодов о дискреционной налогово-бюджетной политике в периоды спадов.

В последнем подходе изучаются отдельные «естественные эксперименты», такие как влияние налоговых скидок. Преимуществом этого подхода является то, что он позволяет сосредоточить внимание на конкретных эпизодах, в которые достаточно легко определить изменения политики и их цели. Соответствующим недостатком является то, что, изучая отдельные случаи, трудно делать широкие выводы в отношении всей политики.

Данные эмпирические исследования не позволяют сделать однозначных выводов о способности государственных расходов стимулировать частный спрос⁵. (О мерах со стороны доходной части бюджета имеется меньше сведений.) Кроме того, как представляется, существует определенная законо-

⁵Результаты исследований на конкретных примерах обычно указывают на положительный эффект, однако в целом он оказывается не столь сильным, как эффект в исследованиях VAR. В исследованиях налоговых скидок 1975 года обычно делается вывод о том, что эффект был положительным, но небольшим (т.е. краткосрочные мультипликаторы составляли порядка 0,2–0,5); см. Modigliani and Steindel (1977) и Blinder (1981). Исследования налоговых скидок 2001 года дают аналогичный результат; см. Shapiro and Slemrod (2002).

⁴См. Chung and Leeper (2007). Однако накопленный долг учитывается в работе Favero and Giavazzi (2007).

Вставка 5.2 (окончание)

мерность между используемым методом и получаемыми количественными результатами. В таблице резюмируются результаты, полученные в отдельных широко известных работах, в том что касается знака реакции ключевых переменных на дискреционное увеличение государственных расходов.

В частности, основанные на СВАР исследования, в которых бюджетные интервенции определяются путем допущения того, что в пределах квартала государственные расходы предопределены (см. Blanchard and Perotti, 2002), обычно обнаруживают относительно сильные положительные эффекты, в то время как описательные исследования, в которых используется реакция на эпизоды чрезвычайных расходов, как правило, обнаруживают значительно более слабые и даже отрицательные взаимосвязи между эпизодами бюджетного стимулирования и потреблением⁶. В работе Ramey (2008) было высказано предположение, что это различие связано с порядком учета временного фактора в VAR: если меры дискре-

⁶Однако следует отметить, что описательные исследования воздействия налоговых изменений обнаруживают весьма высокие мультипликаторы — см. Romer and Romer (2007).

ционной налогово-бюджетной политики заранее объявляются, и домашние хозяйства немедленно *уменьшают* свое потребление (в соответствии с неоклассической теорией), VAR, которые измеряют эффект на основе фактических изменений бюджетного сальдо или его компонентов, могут регистрировать *повышение* темпов роста потребления на эту дату. Это соответствует кейнсианской точке зрения на налогово-бюджетную политику, но в действительности рост потребления вызван восстановлением после предыдущего спада. Описательные методы, с другой стороны, учитывают момент объявления дискреционных мер⁷. В сопоставлении с этими исследованиями примененный в данной главе метод приведенной формы концептуально наиболее близок к методу СВАР в работе Blanchard and Perotti (2002); критика учета временного фактора, высказывавшаяся в отношении данной работы и подобных ей, также применима к нашей методологии. Однако сопоставительное описательное исследование всех стран из числа представленных 41 в этой работе выходит за рамки данной главы.

⁷Однако см. также контрдоказательства в работе Perotti (2007).

- *Основа денежно-кредитной политики.* Можно ожидать, что воздействие налогово-бюджетной политики будет возрастать, если соответствующим образом будет адаптироваться денежно-кредитная политика, что будет уменьшать эффект вытеснения.
- *Глобализация и открытость.* По мере усиления экономической интеграции стран — когда все большая часть внутреннего спроса удовлетворяется импортом товаров — дискреционная налогово-бюджетная политика будет становиться все менее эффективной.
- *Финансовые инновации.* Сокращение регулирования финансовых рынков и расширение доступа к глобальному капиталу, возможно, уменьшили ограничение кредита для домашних хозяйств и фирм, вследствие чего потребление и инвестиции в меньшей степени ограничиваются текущими доходами и менее чувствительны к дискреционной налогово-бюджетной политике. Однако трансграничная финансовая интеграция может также уменьшать чувствительность процентных ставок к государственному заимствованию и ослаблять эффект вытеснения.

К сожалению, эмпирические исследования не позволили разрешить теоретические споры. Оценки бюджетных мультипликаторов находятся в широком диапазоне: от положительных до пренебрежительно малых и отрицательных³. Одна из причин состоит в том, что бывает очень трудно учесть все соответствующие факторы условий. Другая причина связана с методологией. Упрощенно говоря, очень трудно отделить изменения в дискреционной налогово-бюджетной политике от действия автоматических стабилизаторов и оценить их воздействие: налогово-бюджетная политика, в частности, одновременно реагирует на изменения экономической активности и вызывает такие изменения. Данная «проблема эндогенности» создает серьезные трудности для оценки воздействия налогово-бюджетной политики, как указывается во вставке 5.2.

³Типичный диапазон мультипликаторов расходов составляет от 0,5 (например, в работе Mountford and Uhlig, 2002) до приблизительно 1 (например, в работе Blanchard and Perotti, 2002). Однако в работе Perotti (2007) указывается на наличие резко отклоняющихся значений, достигающих 4, а в работе Krogstrup (2002) — значений, достигающих -2.

Каковы типичные ответные меры дискреционной налогово-бюджетной политики?

В предыдущем разделе были указаны два вида критики применения мер налогово-бюджетной политики: скептицизм в отношении того, что возможно эффективное проведение дискреционной налогово-бюджетной политики из-за политических ограничений, и сомнения в том, что она может быть эффективной, связанные с экономическими причинами. Эта критика определила рамки эмпирического анализа, приводимого в данном разделе, посвященном изучению типичных мер налогово-бюджетной политики в ответ на спады.

Определение фазы экономического спада и изменение бюджетного стимула неизбежно носят субъективный характер. В последующем анализе спад определяется как период, в течение которого либо экономический рост является отрицательным, либо разрыв между фактическим и потенциальным объемом производства имеет необычно высокое отрицательное значение, при том что конкретный пороговый уровень зависит от того, используются ли квартальные или годовые данные. Это определение представляется более разумным, чем определение спада, основанное только на отрицательном росте, так как в противном случае не учитываются периоды, в которые выпуск продукции существенно ниже потенциала, но продолжает расти.

Все используемые в данной главе способы измерения бюджетного стимулирования опираются на первичное сальдо бюджета — разницу между совокупными поступлениями и расходами сектора государственного управления за вычетом процентных платежей по обязательствам консолидированного сектора государственного управления. Изменения первичного сальдо могут носить пассивный характер ввиду того, что поступления и расходы повышаются и понижаются вместе с экономической активностью, или активный характер ввиду того, что правительства принимают решения о политике в отношении налогов, трансфертов и расходов. Поэтому необходимо иметь показатель скорректированного с учетом циклических колебаний первичного сальдо, что объясняется тем, что изменения *скорректированного с учетом циклических колебаний* первичного сальдо должны отражать изменения политики. В первой части данного раздела рассматривается реакция налогово-бюджетной политики на изменения экономической активности при соотношении автоматических стабилизаторов с изменениями циклического компонента первичного сальдо, а дискреционной налогово-бюджетной политики с изменениями скорректированного с учетом циклических

колебаний первичного сальдо⁴. Для построения этого показателя требуется два немного различающихся подхода, в зависимости от имеющейся информации по экономике анализируемых стран.

Сведения о чувствительности налогово-бюджетной политики

Эмпирическое исследование начинается с анализа стран с развитой экономикой, по которым имеются длинные ряды поквартальных бюджетных данных⁵. Дискреционными налогово-бюджетными мерами являются меры, которые ведут к изменению скорректированного с учетом циклических колебаний сальдо бюджета и выявляются с использованием оценок разрыва между фактическим и потенциальным объемом производства наравне с оценками эластичности бюджетных поступлений и расходов по доходам, с тем чтобы изъять из бюджета циклический компонент⁶. Ответные меры политики в странах Группы семи за последние четыре десятилетия кратко отображены на рис. 5.1. Числа показывают, что дискреционное бюджетное стимулирование проводилось на фазе спада, но оно использовалось значительно реже, чем автоматические стабилизаторы и меры денежно-кредитной политики. Дискреционное бюджетное стимулирование использовалось приблизительно в 23 процентах всех кварталов, на которые приходился спад, то есть более чем в два раза реже, чем понижение процентной ставки, в то время как действие автоматических стабилизаторов наблюдается в более чем 95 процентах спадов (верхняя часть)⁷. Кроме того, дискреционные

⁴В соответствии с определением во вставке 5.1 и в анализе событий скорректированное с учетом циклических колебаний сальдо является остаточной величиной и охватывает все изменения первичного сальдо, которые не были удалены корректировкой на циклические колебания. Это включает в себя многие факторы, не обязательно связанные со стабилизацией выпуска продукции, такие как влияние структурных реформ, статьи одnorазовых операций и другие экономические события (включая изменения цен на активы, которые не носят циклического характера и поэтому могут быть определены как «автоматические» изменения бюджетного сальдо — см. Jaeger and Schuknecht, 2007).

⁵Подробнее в отношении последующего анализа см. Leigh and Stehn (готовится к печати).

⁶Эти показатели эластичности были взяты из публикации ОЭСР *Economic Outlook*; см. подробнее приложение 5.1.

⁷Следует отметить, что автоматические стабилизаторы не обязательно ведут к ослаблению политики во всех случаях спада, так как применяемое определение спада не исключает возможности повышения темпов роста или разрыва между фактическим и потенциальным объемом производства (до тех пор, пока отрицательная величина разрыва между фактическим и потенциальным объемом производства носит необычный характер).

Рисунок 5.1. Как часто и насколько быстро использовалось бюджетное стимулирование в странах Группы семи?¹

Дискреционная налогово-бюджетная политика во время спадов использовалась реже, чем денежно-кредитная политика и автоматические стабилизаторы, и ее воздействие сказывалось с большей задержкой.



Источник: расчеты персонала МВФ.

¹Страны Группы семи: Германия, Канада, Италия, Соединенное Королевство, Соединенные Штаты, Франция и Япония.

меры начинают действовать позднее: в среднем приблизительно через два с половиной квартала после начала спада и приблизительно через полтора квартала после понижения процентных ставок (нижняя часть). Особенно медленно сказываются капитальные затраты: задержка воздействия составляет почти четыре квартала. Автоматическое ослабление налогово-бюджетной политики, отображаемое уменьшением циклического первичного сальдо, напротив, почти во всех случаях спада приходится на квартал собственно спада.

Масштабы дискреционного ослабления налогово-бюджетной политики в среднем также оказываются значительно меньшими, чем под воздействием автоматических стабилизаторов. На рис. 5.2 показана средняя импульсная реакция дискреционной налогово-бюджетной политики, автоматических стабилизаторов и процентных ставок по странам Группы семи, выведенная на основании векторных авторегрессий (VAR), рассчитанных для двух выборок: «ранней» выборки за период с I квартала 1980 года по IV квартал 1991 года и «поздней» выборки за период с I квартала 1992 года по IV квартал 2007 года⁸. В обеих выборках дискреционное ослабление налогово-бюджетной политики значительно меньше, чем под воздействием автоматических стабилизаторов, и сказывается медленнее, чем изменение процентных ставок или автоматическая стабилизация. Однако сопоставление двух панелей также показывает, что антициклическая реакция дискреционной налогово-бюджетной политики усилилась с начала 1990-х годов⁹. Реакция компонентов расходов и поступлений в ранней выборке отражает сочетание слабо проциклического увеличения поступлений, небольшого антициклического текущего увеличения расходов и крупного проциклического сокращения капитальных затрат. Большая степень антициклическости налогово-бюджетной политики, наблюдаемая с начала 1990-х годов, является

⁸Подробнее см. приложение 5.1. Следует отметить, что в отличие от многих работ по VAR, в приведенном здесь анализе не оценивается реакция роста на шоки, вызванные налогово-бюджетной политикой. Основное внимание скорее уделяется реакции переменных налогово-бюджетной политики на изменения темпов роста.

⁹В ранней выборке дискреционная налогово-бюджетная политика является проциклической в момент ее воздействия и обеспечивает проциклическое совокупное сжатие приблизительно в 0,1 процентного пункта потенциального ВВП за четыре квартала. В поздней выборке, даже при том что дискреционная налогово-бюджетная политика по-прежнему не создает стимула в момент ее воздействия, она ведет к совокупному стимулу в размере 0,2 процентного пункта за четыре квартала. Этот вывод согласуется, например, с выводами в Galí and Perotti (2003) и «Перспективах развития мировой экономики» (сентябрьский выпуск 2003 года).

результатом сокращения поступлений, большего увеличения текущих расходов и меньшего процентного сокращения капитальных затрат. Реакция автоматических стабилизаторов во второй выборке осталась неизменной, а реакция денежно-кредитной политики усилилась. Рис. 5.3 показывает, что существуют заметные различия между странами с развитой экономикой. Дискреционная налогово-бюджетная политика и денежно-кредитной политика являлись более своевременными и носили более антициклический характер в Соединенных Штатах, Канаде и Соединенном Королевстве (трех англоговорящих странах Группы семи), чем в остальных странах Группы семи. Другие государства-члены Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) демонстрируют еще меньшую антициклическую реакцию денежно-кредитной политики, так и дискреционной налогово-бюджетной политики, чем Соединенные Штаты, Канада и Соединенное Королевство.

Неопределенность данных и риск смещения в сторону увеличения долга

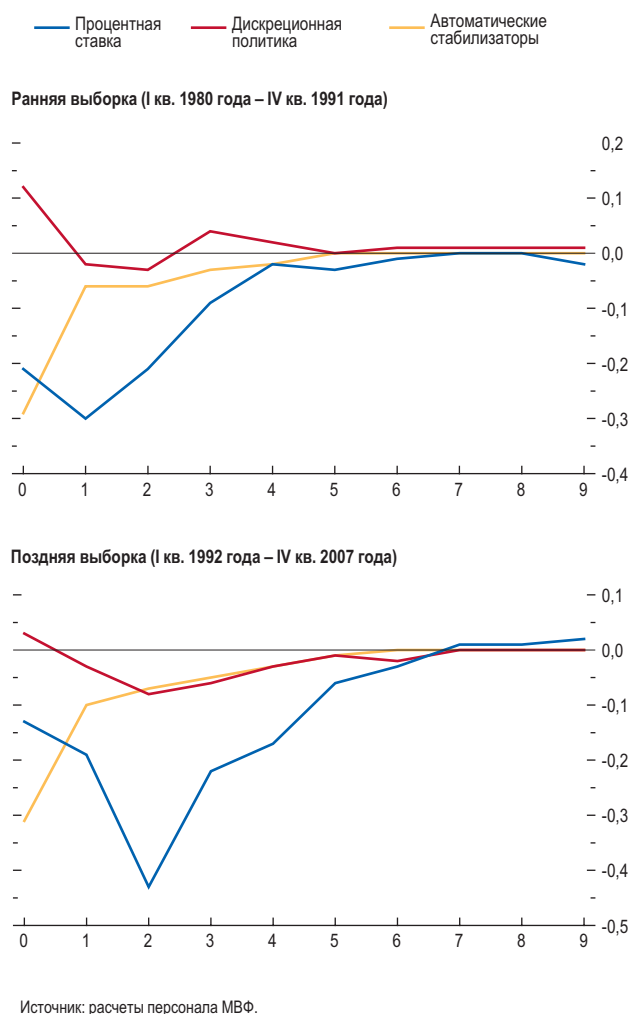
В связи с проведением активной антициклической налогово-бюджетной политики часто возникает беспокойство тем, что директивные органы могут асимметрично реагировать, ослабляя политику на фазе спада и не ужесточая ее в достаточной мере на фазе подъема, что будет вести к постоянному повышению отношения государственного долга к ВВП и будет иметь потенциально негативные последствия для долгосрочного экономического роста. Для того чтобы выяснить, присуща ли налогово-бюджетной политике стран Группы семи такая асимметричная тенденция, структура ВАР была адаптирована таким образом, чтобы допустить возможность асимметричной реакции на фазы подъема и спада (см. приложение 5.1). Результаты показали, что и налогово-бюджетная, и денежно-кредитная политика подвержены такому смещению в сторону ослабления политики; то есть на фазе спада происходит большее ослабление политики, чем ее ужесточение на фазе подъема (рис. 5.4). Автоматические стабилизаторы, напротив, реагируют симметрично: ослабление на фазе спада почти в точности компенсируется ужесточением на фазе подъема.

Таким образом, несмотря на активное применение дискреционной налогово-бюджетной политики, беспокойство смещением в сторону увеличения долга является обоснованным. В качестве иллюстрации этого во вставке 5.3 приводится исследование на примере законодательства о

Рисунок 5.2. Насколько значительными были ответные меры налогово-бюджетной политики в странах Группы семи?

(Отклонение в процентных пунктах; по оси X отложены кварталы; шок происходит в нулевой период)

Вслед за неожиданным падением темпов роста до 1 процентного пункта ниже потенциала процентные ставки и автоматический компонент сальдо бюджета смягчаются с момента начала шока; воздействие дискреционного бюджетного стимула занимает больше времени. В последние годы дискреционная налогово-бюджетная политика стала более антициклической.

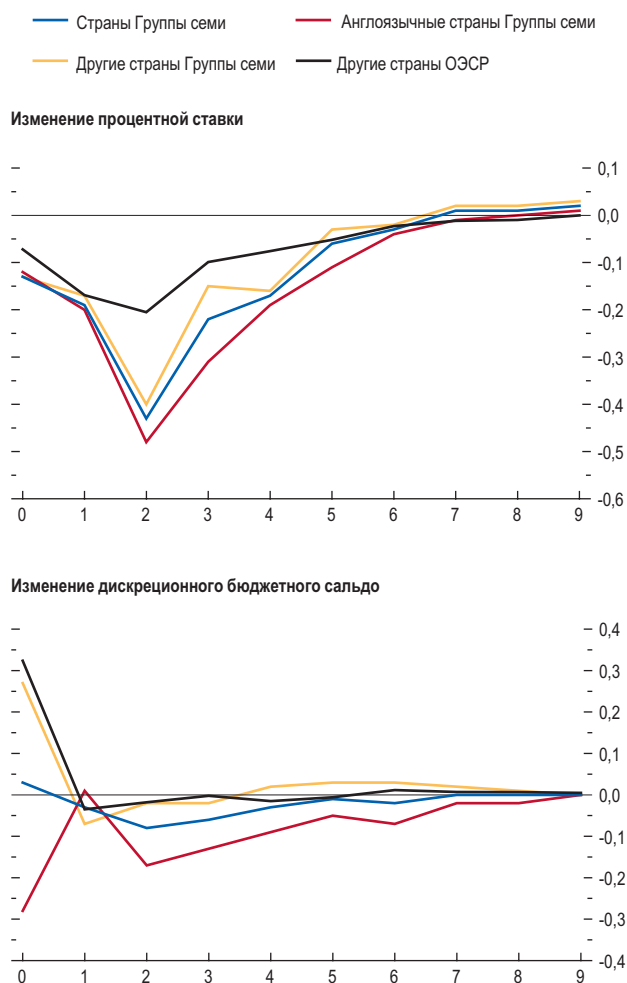


Источник: расчеты персонала МВФ.

Рисунок 5.3. Насколько различались ответные меры налогово-бюджетной политики среди стран с развитой экономикой?

(Отклонение в процентных пунктах; по оси X отложены кварталы; шок происходит в нулевой период)

Вслед за неожиданным падением темпов роста до 1 процентного пункта ниже потенциала англоязычные страны применяют одновременно денежно-кредитный и налогово-бюджетный стимул; остальные страны, входящие в Организацию экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), принимают более слабые ответные меры денежно-кредитной политики и проводят проциклическое дискреционное ужесточение налогово-бюджетной политики. На рисунке показаны ответные меры политики в поздней выборке (I кв. 1992 года – IV кв. 2007 года).



Источник: расчеты персонала МВФ.

налоговом стимулировании в Соединенных Штатах. В исследовании делается вывод о том, что циклически мотивированные снижения налогов, хотя они и были достаточно своевременными, в 38 процентах случаев становились постоянными.

Дополнительную обеспокоенность при анализе активной антициклической налогово-бюджетной политики вызывает то обстоятельство, что директивные органы могут точно не знать, на какой фазе цикла находится экономика, и рискуют дестабилизировать ее, реагируя на ошибочно воспринимаемый спад. Это представляется серьезной проблемой, судя по оценке надежности предварительных показателей ВВП, производимых национальными органами¹⁰. Существует сильная отрицательная зависимость между предварительными оценками роста и их последующим пересмотром. Сорок процентов предварительных оценок, указывающих на отрицательные квартальные темпы роста, впоследствии пересматривались до положительного роста¹¹. Тесты эффективности прогнозирования дают сильные указания на то, что предварительные оценки роста имеют пессимистический уклон¹².

Для того чтобы проследить, как на налогово-бюджетной политике в странах Группы семи сказывались ошибки в оценках экономического роста, структура VAR была расширена с включением в нее ошибок оценок роста (см. приложение 5.1). Результаты, представленные на рис. 5.5, подтверждают, что ошибки в предварительных оценках роста сказывались как на налогово-бюджетной политике, так и политике в отношении процентных ставок, и занижение предполагаемых темпов роста на 1 процентный пункт в сравнении с конечными пересмотренными данными ведет к ослаблению процентных ставок и дискреционного отношения сальдо бюджета к потенциальному ВВП приблизительно на 0,2 процентного пункта. Этот вывод указывает на то, что обеспокоенность ошибками в проведении политики является вполне обоснованной, особенно учитывая то, что решения в области налогово-бюджетной политики, как представляется, не так легко отменить, как решения, касающиеся

¹⁰См. приложение 5.1. Дальнейший анализ налогово-бюджетной политики, проводимой с использованием данных в режиме реального времени, см. в работе Cimaromo (2008).

¹¹В то же время 30 процентов кварталов, в которых, согласно окончательным данным, имел место отрицательный рост, по предварительным оценкам имели положительный рост.

¹²Этот уклон, как представляется, уменьшился в последние годы, хотя и остается статистически значимым, что, возможно, отражает более стабильные и предсказуемые условия роста.

денежно-кредитной политики, а ошибки в области налогово-бюджетной политики могут иметь потенциальные долгосрочные последствия для долга.

Различаются ли ответные меры налогово-бюджетной политики в странах с формирующимся рынком и странах с развитой экономикой?

Некоторые оговорки в отношении дискреционной налогово-бюджетной политики могут быть еще более применимы к странам с менее развитой экономикой. К сожалению, несмотря на то что данные, использованные в предыдущем разделе, были составлены на квартальной основе, последовательные данные по более крупному набору стран имеются только на годовой основе. В нижеследующем анализе используется выборка из 21 страны с развитой экономикой и 20 стран с формирующимся рынком за период с 1970 по 2007 годы¹³. Определение «спада» концептуально не отличается от определения, которое было использовано для квартальных данных, но так как теперь используются годовые данные, то «необычно отрицательный» определяется как ниже $-0,5$ стандартного отклонения разрыва между фактическим и потенциальным объемом производства¹⁴. В случае стран с развитой экономикой для расчета циклического сальдо используются приводимые ОЭСР значения эластичности бюджетных поступлений и расходов по доходам. Однако такие оценки отсутствуют по странам с формирующимся рынком, и поэтому было принято допущение, что изменения поступлений точно следуют за циклом деловой активности, но этого не происходит в случае расходов, то есть эластичность бюджетных поступлений по доходам равна 1, а эластичность бюджетных расходов по доходам равна нулю (подробнее см. приложение 5.1). Бюджетная экспансия в таком случае определяется как отрицательное изменение скорректированного с учетом циклических колебаний первичного сальдо более чем на 0,25 процентного пункта, а бюджетное сжатие — как положительное изменение более чем на 0,25 про-

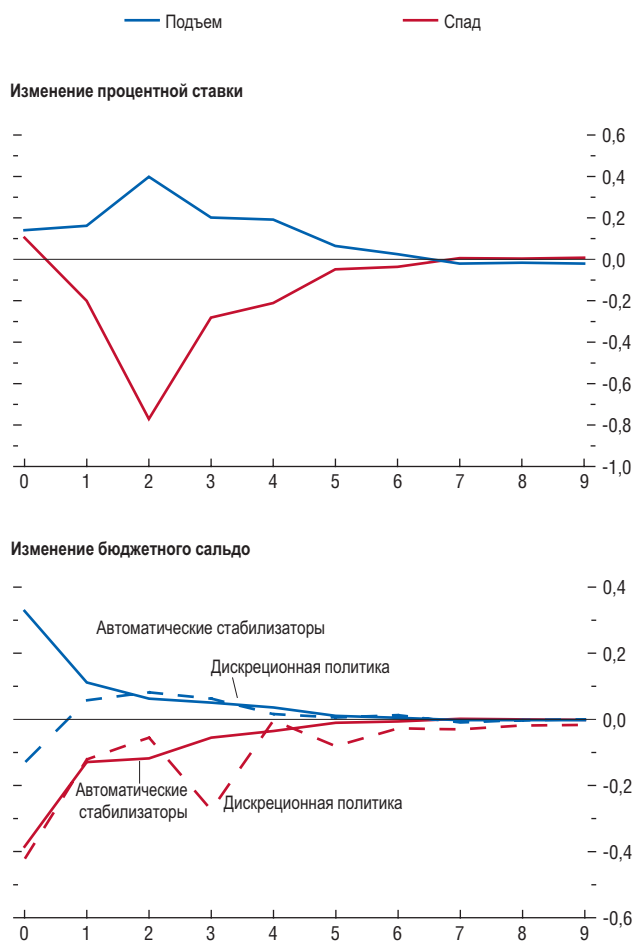
¹³Перечень стран и периодов спада см. в приложении 5.1.

¹⁴Соответственно, подъем определяется как период, в течение которого разрыв между фактическим и потенциальным объемом производства превышает 0,5 стандартного отклонения. Потенциальный объем производства измеряется с использованием фильтра Ходрика – Прескотта, когда значение λ устанавливается равным 6,25, как рекомендовано в работе Ravn and Uhlig (2002).

Рисунок 5.4. Существует ли уклон в сторону ослабления политики в странах Группы семи во время спадов?

(Отклонение в процентных пунктах; по оси X отложены кварталы; шок происходит в нулевой период)

Вслед за шоком, выражающимся в падении темпов роста на 1 процентный пункт, как дискреционная налогово-бюджетная политика, так и денежно-кредитная политика подвержены уклону в сторону ослабления политики, причем во время спада происходит большее стимулирование, чем ужесточение политики во время экономического подъема. На рисунке показаны ответные меры политики в поздней выборке (I кв. 1992 года – IV кв. 2007 года).

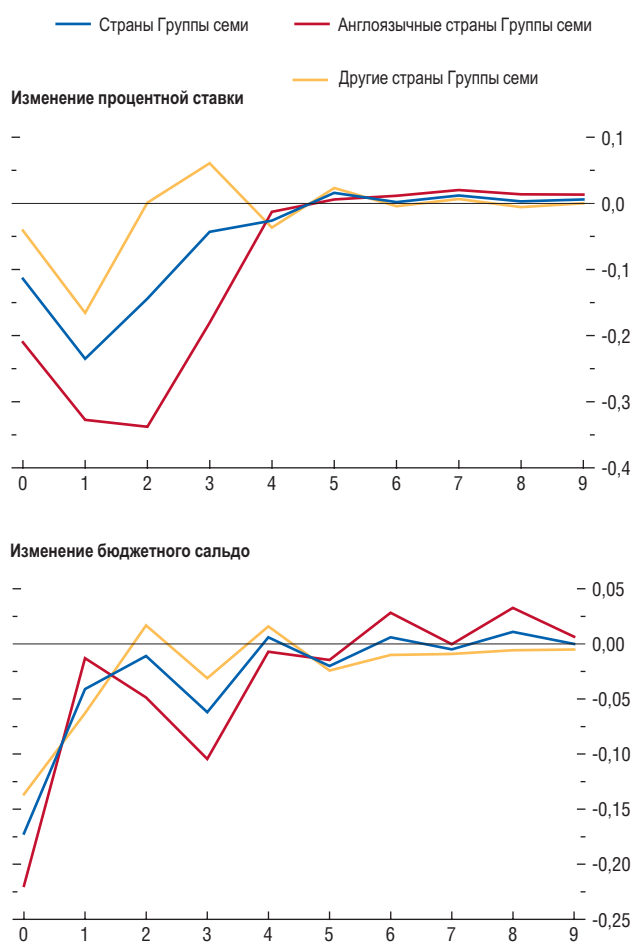


Источник: расчеты персонала МВФ.

Рисунок 5.5. Реагировали ли страны Группы семи на ошибочно воспринимаемый спад?

(Отклонение в процентных пунктах; по оси X отложены кварталы; шок происходит в нулевой период)

Вслед за ошибочно воспринимаемым падением темпов роста на 1 процентный пункт происходит ослабление как дискреционной налогово-бюджетной, так и денежно-кредитной политики, особенно в англоязычных странах. На рисунке показаны ответные меры политики в поздней выборке (I кв. 1992 года – IV кв. 2007 года).



Источник: расчеты персонала МВФ.

центного пункта. Если изменение скорректированного с учетом циклических колебаний первичного сальдо составляет менее 0,25 процентного пункта (с положительным или отрицательным знаком), то налогово-бюджетная политика считается нейтральной. Таким образом, существует три состояния налогово-бюджетной политики: стимулирующая политика (397 эпизодов), нейтральная политика (155 эпизодов) и политика бюджетного сжатия (437 эпизодов).

В дополнение к допущениям, необходимость которых продиктована выбором наборов данных и определений, следует сделать несколько оговорок в отношении анализа с использованием этих показателей. В частности, применение годовых данных не позволяет точно охарактеризовать налогово-бюджетные интервенции, которые начинаются и заканчиваются в пределах одного года. Во-вторых, важно восприятие состояния экономики директивными органами в масштабе реального времени, которое может существенно отличаться от оценок, основанных на пересмотренных данных, но в отсутствии последовательных рядов данных в масштабе реального времени трудно делать поправки на это различие.

С учетом данных оговорок в ходе анализа были выявлены следующие стандартизованные факты.

- Страны с формирующимся рынком реагируют на спад принятием мер бюджетного стимулирования вдвое реже, чем страны с развитой экономикой: в 22 процентах случаев против 41 процента (рис. 5.6, верхняя часть). Когда страны с формирующимся рынком применяют бюджетное стимулирование, их реакция оказывается несколько более высокой, как показывают изменения скорректированного с учетом циклических колебаний первичного сальдо в процентном отношении к потенциальному ВВП (рис. 5.6, средняя часть, первая и третья шкалы). Однако это объясняется тем, что спады являются более сильными (рис. 5.6, средняя часть, вторая и четвертая шкалы).
- Всего немногим более чем в одной третьей эпизодов бюджетное стимулирование включало в себя сочетание мер со стороны доходной и расходной частей бюджета. В случаях, когда применялся лишь какой-либо один вид стимулирования, как в странах с развитой экономикой, так и в странах с формирующимся рынком чаще использовались меры со стороны расходной части бюджета (рис. 5.6, нижняя панель).
- В странах с формирующимся рынком изменения общего первичного сальдо обычно носят проциклический характер, несмотря на антициклическое воздействие автоматических стаби-

Вставка 5.3. Были ли снижения налогов в США своевременными, временными и адресными?

В данной вставке более подробно рассматривается вопрос о том, были ли бюджетные интервенции в Соединенных Штатах своевременными, временными и адресными. Детально изучить этот вопрос позволяет недавно подготовленный набор данных, представленный в работе Romer and Romer (2007) и состоящий из всех значимых и вступивших в законную силу налоговых изменений за период с 1945 года. Ознакомившись с официальными документами, авторы работы разделили налоговые изменения на те, которые были непосредственно продиктованы циклическими соображениями, и те, которые были связаны с другими факторами, включая долгосрочную поддержку экономического роста, сокращение долга и финансирование дополнительных расходов. Из всех 50 выявленных важных федеральных налоговых мер, 7 были расценены как циклические, и из них 5 представляли собой снижения налогов для стимулирования краткосрочного роста.

Основными авторами данной вставки являются Даниэль Лей и Свен Яри Стен.

В данной вставке основное внимание уделено этим пяти снижениям налогов, проведенных в период с 1970 по 2002 годы, а также Закону о стимулировании экономики, вступившему в силу в феврале 2008 года. Во вставке оценивается, насколько быстро после начала спада снижения налогов были законодательно оформлены и приведены в действие, насколько временными они являлись и насколько адресными они были. При оценке того, насколько быстро после начала спада происходило снижение налогов, в анализе применяется то же определение спада, что и в основном тексте. Данные об экономическом росте для оценки стимула от второго квартала 2008 года еще отсутствуют.

Были получены следующие основные результаты:

- **Своевременность.** Четыре из пяти снижений налогов, обусловленных циклическими соображениями, происходили в течение одного квартала после начала спада (см. таблицу). В 2002 году стимулирование началось через три квартала

Насколько своевременными, временными и адресными были снижения налогов?

Снижения налогов, вступившие в законную силу			Своевременность		Временность ¹				Адресность
Дата начала действия стимула	Название законодательного акта	Размер стимула (в процент. ВВП)	Дата ближайшего спада ²	Внутренний лаг (в кварт.) ³	Доля временных мер		Длительность действия временной доли мер (в кварталах)		Оценка по шкале эффективности издержек ⁴
					Плановая	Фактич.	Плановая	Фактич.	
I кв. 1970	Налоговая реформа	1,2	I кв. 1970	1	0	0	постоянно		1,0
II кв. 1975	Снижение налогов	3,6	I кв. 1975	1	97	78	2,3	1,0	2,5
III кв. 1977	Снижение и упрощение налогов	1,0	IV кв. 1977	1	77	67	1,3	1,0	1,9
III кв. 2001	Согласование экономич. роста и облегчения налогов. бремени	1,7	III кв. 2001	1	100	100	1,3	1,3	2,4
II кв. 2002	Создание рабочих мест и помощь работникам	1,7	III кв. 2001	1	100	67	3,7	4,0	1,3
II кв. 2008	Стимулирование экономики	1,1	...	1	100	...	1,6	...	2,7
Медиана		1,6	...	1	79	62	2,0	1,8	2,0

¹Временный стимул определяется как стимул, который имеет конечный срок действия. Фактическая длительность может превышать плановую длительность из-за законодательно утверждаемых продлений срока действия.

²Спад определяется как квартал, в который темпы экономического роста являются отрицательными или ниже тренда, а разрыв между фактическим и потенциальным объемом производства более чем на одно стандартное отклонение ниже нуля.

³Внутренний лаг обозначает период между датой вступления стимула в законную силу и датой его реализации (квартал, в который фактически меняются налоговые обязательства).

⁴Шкала эффективности издержек (3 = высокая, 2 = средняя, 1 = низкая) указывает на степень эффективности затрат по классификации Бюджетного управления Конгресса США (CBO, 2008).

Вставка 5.3 (окончание)

после начала спада. Средний лаг реализации снижения налогов, то есть задержка времени между подписанием закона и воздействием на поступления, составил один квартал.

- *Временность.* Хотя только одно из шести снижений налогов, обусловленных циклическими соображениями, было постоянным, остальные снижения содержали постоянный компонент (см. таблицу). В частности, около 79 процентов снижений налогов должны были быть временными при средней плановой длительности снижения в два квартала. Некоторые снижения налогов затем продлевались, и поэтому только меньшая их часть (62 процента) в конечном итоге была временной, а 38 процентов стали постоянными.
- *Адресность.* Адресная эффективность каждого пакета снижений налогов оценивается по шкале классификации эффективности затрат Бюджетного управления Конгресса США (СВО, 2008), которая отражает вероятную эффективность издержек в воздействии на спрос для целого ряда возможных инструментов бюджетно-

го стимулирования. Согласно этой шкале классификации, три из шести снижений налогов, обусловленных циклическими соображениями, классифицируются как эффективные с точки зрения затрат. Свыше половины компонентов этих трех пакетов налоговых мер заключались в прямых трансфертах и аккордных скидках физическим лицам, которые являются двумя налоговыми инструментами, оцениваемыми Бюджетным управлением как наиболее эффективные с точки зрения затрат. Самую высокую оценку с этих позиций получил последний стимул от 2008 года, за которым следуют стимулы 1975 и 2001 годов. Наименее эффективными мерами стимулирования с точки зрения затрат были снижения налогов 1970 и 2002 годов, основная часть которых состояла из аккордных скидок для корпораций и сокращения ставок налогов с физических лиц и корпораций. Таким образом, бюджетные интервенции в Соединенных Штатах в основном были своевременными, но не всегда временными или высокоадресными.

лизаторов (рис. 5.7, верхняя часть)¹⁵. Кроме того, они являются более проциклическими на фазе спада, когда страны с развитой экономикой также испытывают спад, что согласуется с повышением премии за внешнее финансирование (рис. 5.7, нижняя часть). В странах с развитой экономикой изменения первичного сальдо бюджета в среднем носят антициклический характер, что главным образом объясняется действием автоматических стабилизаторов, как показывают изменения циклического сальдо.

Макроэкономические последствия дискреционной налогово-бюджетной политики

После того как были определены спады и эпизоды бюджетного стимулирования, в данном разделе рассматривается центральный вопрос о том, каковы макроэкономические последствия дискреционной

налогово-бюджетной политики, особенно на фазе спада? Анализ событий позволяет выявить некоторые базовые закономерности, используя тот же показатель основанного на эластичности бюджетного стимула, что и в предыдущем разделе, а расчет регрессий затем позволяет составить более систематизированную оценку причин и следствий.

Анализ событий: эпизоды спада и бюджетное стимулирование

Анализ событий показывает динамику ключевых макроэкономических переменных — роста реального ВВП, отношения долга к ВВП, инфляции, обменных курсов, счета текущих операций и роста денежной массы — вокруг эпизодов спада. В таблице 5.1 и на рис. 5.8 показано, как меняются макроэкономические переменные при бюджетном стимулировании до, во время и после спада. Как ожидалось, отношение долга к ВВП повышается вслед за бюджетным стимулированием и улучшается при ужесточении бюджета, в то время как сальдо счета текущих операций улучшается в год спада, когда происходит ужесточение, и ухудшается, когда применяется стимул. Однако для других переменных результаты в целом являются неоднозначными.

¹⁵Этот вывод согласуется с выводами в работе Kaminsky, Reinhart, and Végh (2004) и ряде других исследований. Он является устойчивым для режимов как фиксированного, так и плавающего обменного курса на момент соответствующего эпизода.

В частности, темпы экономического роста выше в эпизоды без бюджетного стимулирования, но изменение темпов роста между годом спада и первым годом после спада является несколько большим, когда действует бюджетный стимул. Эти наблюдения являются общими для стран с развитой экономикой и стран с формирующимся рынком.

В таблице 5.2 показаны медианы роста реального ВВП во всех странах в эпизоды спада и бюджетного стимулирования для ряда переменных, которые, согласно теории, могут оказывать важное воздействие: государственный долг, сальдо счета текущих операций, открытость торговли и валютный режим¹⁶. На рис. 5.9 показана разница между темпами экономического роста в первый год спада и последующий год. Рассматривая данные факторы условий, не удается обнаружить заметной разницы в воздействии налогово-бюджетной политики посредством изменения сальдо счета текущих операций, открытости торговли и валютного режима, хотя теория учит обратному. Однако различия в темпах роста, как представляется, согласуются с уровнем государственного долга: страны, которые вступая в фазу спада проводят бюджетное стимулирование и имеют высокий государственный долг, обычно имеют более низкие темпы роста до и после года спада, и рост в них повышается в меньшей степени в год, следующий за проведением бюджетного стимулирования, в то время как страны с высоким долгом, которые проводят ужесточение налогово-бюджетной политики, достигают более сильного повышения экономического роста.

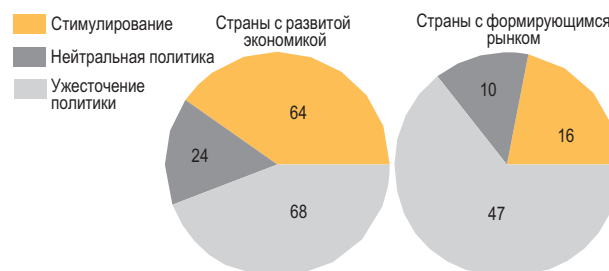
Что касается способов проведения налогово-бюджетной политики, то страны, которые применяли сочетание мер стимулирования со стороны как доходной, так и расходной частей бюджета, испытывали менее сильный спад, чем страны, которые использовали меры только со стороны доходной или расходной части, хотя политика, основанная на мерах со стороны доходной части, обеспечивала более быстрое оживление и более высокие темпы роста в последующие годы (табли-

¹⁶Для первых трех из этих переменных результаты поделены на «высокие» и «низкие», исходя из среднего значения соответствующей переменной за три года до эпизода рецессии. Пороговыми уровнями высоких и низких значений служат медианы во всей выборке, кроме переменной долга, в случае которой пороговый уровень высокого долга установлен в 75 процентов для стран с развитой экономикой и 25 процентов для стран с формирующимся рынком. Валютный режим классифицируется в зависимости от того, являлся ли обменный курс фиксированным или плавающим в первый год спада.

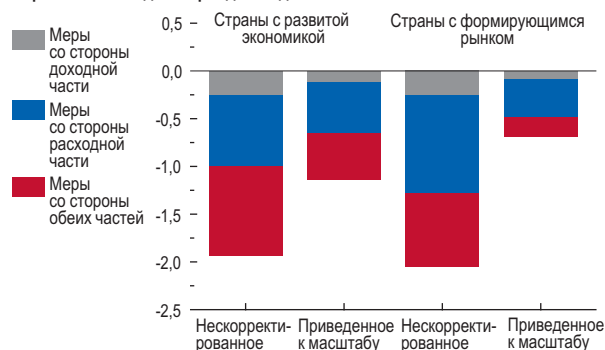
Рисунок 5.6. Структура бюджетного стимула спада в странах с развитой экономикой и странах с формирующимся рынком

Секторные диаграммы в верхней части рисунка показывают виды реакций налогово-бюджетной политики: стимулирование, нейтральная политика, ужесточение политики — в периоды спадов в странах с развитой экономикой и странах с формирующимся рынком. Гистограмма указывает на средний размер бюджетного стимула. Шкалы столбцов отражают среднюю долю стимула во всей выборке, создаваемого со стороны доходной части, расходной части или обеих частей бюджета. Секторные диаграммы в нижней части рисунка показывают частоту применения мер только со стороны доходной части, расходной части или обеих частей бюджета в странах с развитой экономикой и странах с формирующимся рынком.

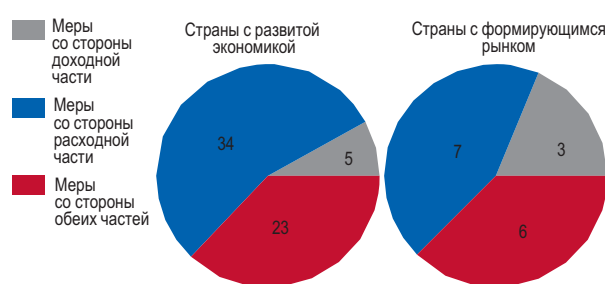
Общее количество ответных мер налогово-бюджетной политики в периоды спадов



Среднее изменение скорректированного с учетом циклических колебаний первичного сальдо в периоды спадов^{1,2}



Общее количество стран, реагировавших путем принятия мер стимулирования



Источник: расчеты персонала МВФ.

¹Среднее изменение скорректированного с учетом циклических колебаний первичного сальдо в связи с принятием различных видов мер бюджетного стимулирования, взвешенное по доле случаев бюджетного стимулирования определенного вида среди стран, реагировавших в периоды спада проведением стимулирования.

²Для каждой группы стран левый столбец отражает изменение скорректированного с учетом циклических колебаний первичного сальдо в процентах ВВП. Правый столбец отражает изменение скорректированного с учетом циклических колебаний первичного сальдо в процентах ВВП, приведенное к масштабу по стандартному отклонению изменений разрыва между фактическим и потенциальным объемом производства.

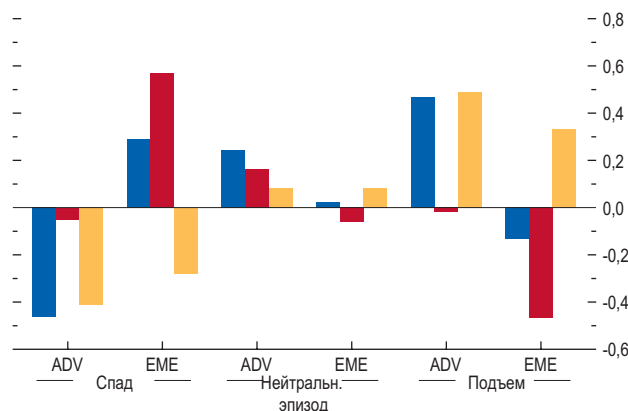
Рисунок 5.7. Ответные меры налогово-бюджетной политики в периоды спадов и подъемов

(Среднее изменение в процентах ВВП)

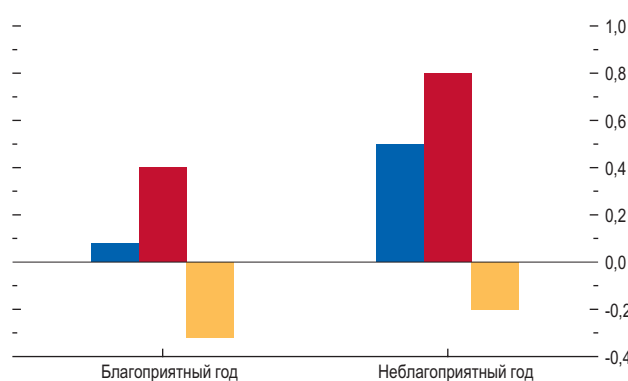
Верхняя гистограмма показывает среднюю реакцию налогово-бюджетной политики в странах с развитой экономикой (ADV) и странах с формирующимся рынком (EME) в (слева направо) эпизоды спада, нейтральные эпизоды и эпизоды подъема ВВП. Отрицательное число указывает на бюджетный стимул. Дискреционная налогово-бюджетная политика связана со скорректированным с учетом циклических колебаний первичным сальдо. Нижняя гистограмма показывает среднюю реакцию налогово-бюджетной политики в странах с формирующимся рынком, когда страны с развитой экономикой находятся на фазе подъема или спада. В обеих диаграммах среднее изменение сальдо приводится к масштабу по стандартному отклонению изменений разрыва между фактическим и потенциальным объемом производства.

■ Изменение первичного сальдо ■ Изменение циклического сальдо
 ■ Изменение скорректированного с учетом циклических колебаний первичного сальдо

Ответная реакция в странах с развитой экономикой и странах с формирующимся рынком в зависимости от фазы цикла



Реакция на спад стран с формирующимся рынком в зависимости от фазы цикла в странах с развитой экономикой



Источник: расчеты персонала МВФ.

¹ Среднее изменение сальдо, приведенное к масштабу по стандартному отклонению изменений разрыва между фактическим и потенциальным объемом производства. Благоприятный год определяется как год, в который взвешенный по ВВП разрыв между фактическим и потенциальным объемом производства стран с развитой экономикой ниже медианы взвешенного по ВВП среднего разрыва в странах с развитой экономикой во все годы.

ца 5.3)¹⁷. Ужесточение бюджета со стороны расходной части, напротив, вело к более высоким темпам роста в годы, следующие за спадом.

Резюмируя вышесказанное, анализ событий показывает, что для понимания воздействия налогово-бюджетной политики необходимо учитывать уровень долга и структуру бюджетного стимула. С другой стороны, трудно обнаружить четкие закономерности в случае других переменных, которые, согласно теории, могли быть важными.

Регрессионный анализ

Анализ событий регистрирует только связи между направленностью налогово-бюджетной политики и динамикой соответствующих макроэкономических переменных, но не вскрывает причинно-следственных связей между переменными¹⁸. Кроме того, деление переменных на простые категории и их рассмотрение в отдельности друг от друга может затруднять получение важной информации о размере и взаимодействии этих переменных. Для решения этой проблемы используется система регрессий.

Концептуальной основой этих регрессий служит изучение воздействия дискреционной налогово-бюджетной политики на рост реального ВВП при исключении потенциального воздействия со стороны денежно-кредитной политики и других способов стимулирования спроса и принимая во внимание факторы, которые могут сказываться на механизме передачи воздействия бюджетного стимула.

Наибольший интерес представляет независимая переменная показателя бюджетного стимула¹⁹. В идеале показатель бюджетного стимула должен отражать все дискреционные изменения направленности налогово-бюджетной политики, будь то системная реакция на состояние экономики или несистемные (то есть непредвиденные) дискреционные действия. Однако системный компонент показателя бюджетного стимула является эндогенным, что ведет к проблемам с статистическими

¹⁷ Однако ввиду малого размера выборки эпизодов, в которых стимул обеспечивался доходной частью, следует осторожно подходить к интерпретации этих результатов.

¹⁸ Показательным примером служит связь с темпами роста. Если темпы роста во время спада оказываются ниже при проведении крайне агрессивной налогово-бюджетной политики, означает ли это, что налогово-бюджетная политика не была эффективной, или это означает, что налогово-бюджетная политика должна была быть крайне агрессивной, так как спад был очень сильным?

¹⁹ Следует отметить, что все переменные теперь являются непрерывными и категории анализа событий более не используются.

Таблица 5.1. Макроэкономические показатели за периоды до, после и во время спада экономической активности, при наличии и в отсутствие бюджетного стимула: все страны¹

Медиана	Количество наблюдений за период спада	Среднее за три года до спада	За один год до спада	Год спада	Через один год после спада	Среднее за четыре года после спада
Рост реального ВВП						
Бюджетный стимул	51	3,1	2,2	-0,1	3,6	3,2
Ужесточение налогово-бюджетной политики	83	2,5	2,8	0,7	4,2	3,6
Изменение отношения долга к ВВП						
Бюджетный стимул	43	-1,4	-0,5	2,2	1,1	0,8
Ужесточение налогово-бюджетной политики	61	1,4	1,5	1,2	-0,9	-1,2
Изменение скорректированного с учетом циклических колебаний первичного сальдо						
Бюджетный стимул	51	0,0	-0,2	-1,1	0,0	0,2
Ужесточение налогово-бюджетной политики	83	0,0	0,1	1,6	-0,2	0,2
Инфляция						
Бюджетный стимул	48	5,6	5,5	4,7	3,0	2,7
Ужесточение налогово-бюджетной политики	78	7,1	6,2	5,2	5,0	5,1
Изменение номинального обменного курса²						
Бюджетный стимул	41	-0,6	0,0	2,9	-0,5	0,1
Ужесточение налогово-бюджетной политики	72	4,6	3,3	7,9	3,5	2,3
Профицит счета текущих операций						
Бюджетный стимул	51	-2,4	-2,9	-0,8	-0,9	-1,2
Ужесточение налогово-бюджетной политики	81	-0,9	-0,8	0,0	0,2	-0,1
Рост реальной денежной массы						
Бюджетный стимул	32	5,0	2,6	1,7	4,2	4,8
Ужесточение налогово-бюджетной политики	54	4,6	4,3	3,3	4,9	5,0

Примечание. Для каждой переменной учитывается медиана трех компонентов налогово-бюджетной политики, проводимой в первый год спада экономической активности: применение стимула, нейтральная политика и ужесточение политики. В каждом случае учитываются средние значения медианы за три года до спада, один год до спада, первый год непосредственно самого периода спада, через год после завершения спада и в среднем за четыре года после завершения спада. Следует отметить, что некоторые спады длятся более одного года. Если период спада охватывает более одного года, то в качестве года после спада принимается первый год, следующий за последним годом спада.

¹Бюджетный стимул определяется в первый год спада как снижение отношения скорректированного с учетом циклических колебаний первичного сальдо к ВВП до уровня менее 0,25 процентного пункта ВВП.

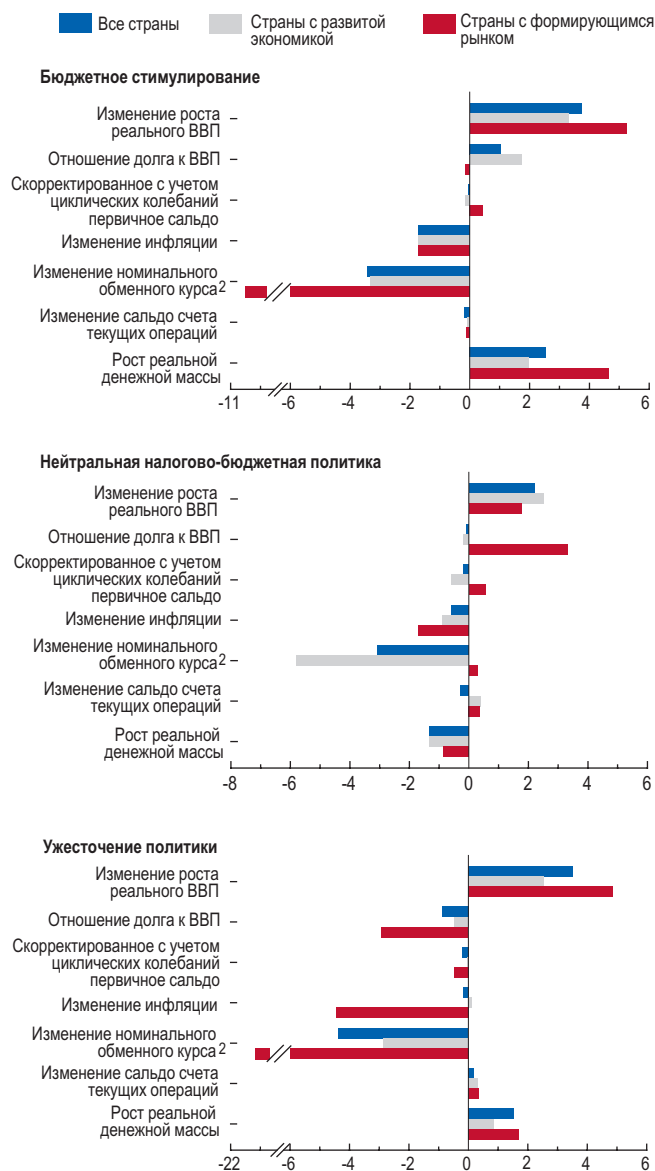
²Обменный курс выражается в отношении национальной валюты к доллару США (знак + обозначает снижение курса).

выводами. Более того, как обсуждается во вставке 5.2, очень трудно разграничить системные изменения налогово-бюджетной политики и действие автоматических стабилизаторов. В принципе это должно достигаться с помощью основанного на эластичности показателя бюджетного стимула, который был использован в предыдущем разделе, но если значения эластичности не являются абсолютно точными для каждого периода — и потенциальный выпуск продукции не был правильно замерен — то точность такого показателя бюджетного стимула, вероятно, будет дополнительно уменьшаться в силу эндогенности, связанной с погрешностью измерения, что будет подрывать справедливость регрессии.

Для того чтобы уменьшить эти проблемы эндогенности, а также проверить надежность результатов, используется второй показатель бюджетного стимула, который сосредоточен исключительно на несистемном компоненте дискреционной налогово-бюджетной политики (этот метод также применяется в работах по налогово-бюджетным вопросам, в которых используются структурные векторные авторегрессии (СВАР) и «описательные» подходы; см. вставку 5.2). Эти показатели призваны выявлять неожиданные изменения направленности налогово-бюджетной политики, исходя из отдельных регрессий бюджетных поступлений и расходов по выпуску продукции и временному тренду для каждой страны — подробнее

Рисунок 5.8. Макроэкономические показатели после спада при проведении бюджетного стимулирования и без него¹

Гистограммы показывают изменения макроэкономических показателей между годом спада и первым годом, следующим за спадом.



Источник: расчеты персонала МВФ.

¹ Бюджетное стимулирование в первый год спада определяется как понижение отношения скорректированного с учетом циклических колебаний первичного сальдо к ВВП до уровня ниже 0,25 процентного пункта ВВП.

² Обменный курс выражается как отношение национальной валюты к доллару США (знак + обозначает снижение курса). Значение для стран с формирующимся рынком, проводящих бюджетное стимулирование, составляет -10,5, и для стран, проводящих ужесточение политики, оно составляет -21,2.

см. приложение 5.1. (В дальнейшем этот показатель именуется основанным на регрессии показателем бюджетного стимула, с тем чтобы отличать его от показателя, основанного на эластичности.)

К числу других независимых переменных относятся два лага роста реального ВВП, чтобы исключить эндогенную инерцию в экономике; рост реальной денежной массы (текущий с двумя лагами) как показатель денежно-кредитной политики; изменение внешнего спроса (текущее с двумя лагами); и размер государственного сектора. Они были найдены значимыми на 10-процентном уровне и были сохранены в спецификациях всех последующих регрессий.

В таблице 5.4 представлены основные результаты с точки зрения реакции реального ВВП на 1-процентный бюджетный стимул при использовании как основанного на эластичности, так и основанного на регрессии показателей бюджетного стимула²⁰. Полученные значения показывают воздействие на выпуск продукции в год бюджетной интервенции и три года спустя, причем положительное значение указывает на то, что положительный бюджетный стимул ведет к росту выпуска продукции²¹. Результаты для базисной спецификации приводятся в первом ряду. В случае обоих показателей бюджетного стимула оценочное воздействие бюджетного стимула на выпуск продукции в базисной спецификации является слабым (ближе к нулю, нежели к кейнсианскому предположению в 1 или выше) и становится отрицательным по прошествии трех лет. Однако, как показывают второй и третий ряды таблицы, за этим скрываются важные различия между странами. В странах с развитой экономикой мультипликаторы являются статистически значимыми и умеренно положительными: бюджетный стимул в размере 1 процентного пункта ведет к повышению роста реального ВВП приблизительно на 0,1 процента с момента воздействия и к повышению на величину до 0,5 процента сверх его уровня в год «0» по прошествии трех лет. Это в целом соответствует эффекту, обнаруженному в предыдущих исследованиях СВАР, а также исследованиях на конкретных примерах. Хотя в странах с формирующимся рынком эффект с момента воздействия оказывается аналогичным эффекту в странах с развитой экономикой, влияние

²⁰ Таблицы оценок коэффициентов и диагностики регрессий приводятся в приложении 5.1.

²¹ Однако следует отметить, что регрессии, лежащие в основе первых девяти рядов, не проводят различия между бюджетным стимулом и ужесточением налогово-бюджетной политики, и поэтому отрицательное воздействие на выпуск продукции ужесточения налогово-бюджетной политики считается соответствующим положительному эффекту от бюджетного стимулирования.

Таблица 5.2. Рост реального ВВП и бюджетный стимул при различных первоначальных условиях: все страны^{1,2}

Переменные условий ³	Количество наблюдений за период спада	Среднее за три года до спада	За один год до спада	Год спада роста реального ВВП	Через один год после спада	Среднее за четыре года после спада
Государственный долг						
Высокий	13	2,1	1,5	-0,1	2,7	2,0
Низкий	30	3,1	2,4	-0,3	3,6	3,2
Сальдо счета текущих операций ⁴						
Высокое	22	2,7	2,4	0,3	2,6	2,4
Низкое	27	3,2	2,0	-0,7	3,9	3,4
Открытость для торговли						
Высокая	24	3,0	2,6	-0,1	2,7	3,1
Низкая	25	3,4	1,6	-0,3	3,9	3,4
Обменный курс						
Фиксированный	20	2,8	2,0	-0,3	3,1	3,0
Плавающий	26	3,1	1,9	0,2	3,7	3,3

¹Бюджетный стимул определяется в первый год спада как снижение отношения скорректированного с учетом циклических колебаний первичного сальдо к ВВП до уровня менее 0,25 процентного пункта ВВП.

²Первоначальные условия для переменных определяются как среднее за три года, предшествующие году спада.

³Пороговый уровень для высокого уровня долга установлен на уровне 75 процентов для стран с развитой экономикой и 25 процентов для стран с формирующимся рынком. Пороговые уровни для всех других переменных установлены на уровне медианы соответствующей переменной во всей выборке.

⁴Положительное значение сальдо счета текущих операций обозначает профицит, а отрицательное значение — дефицит.

на выпуск продукции согласно обоим показателям бюджетного стимула, напротив, неизменно оказывается отрицательным в среднесрочной перспективе: в случае этих стран дискреционная налогово-бюджетная политика, как представляется, действительно приносит больше вреда, чем пользы.

Реакция выпуска продукции, показанная в следующих шести рядах таблицы, указывает на то, что в целом меры стимулирования со стороны доходной части бюджета, как представляется, более эффективны в повышении реального ВВП, чем меры стимулирования со стороны расходной части, особенно в среднесрочной перспективе и в странах с развитой экономикой. Было обнаружено, что по прошествии трех лет стимул со стороны расходной части бюджета неизменно оказывает отрицательное воздействие в странах с формирующимся рынком, что, возможно, отражает обеспокоенность тем, что единожды принятое увеличение расходов затем трудно отменить.

Ключевой вопрос состоит в том, может ли дискреционная налогово-бюджетная политика успешно стимулировать экономику во время спада. Ответ на него дают последние четыре ряда таблицы. Общий эффект налогово-бюджетных интервенций, исключая спады, как представляется, является положительным и, в любом случае, они обеспечивают немного более сильный рост, чем в базисной спецификации. Однако не исключено, что полученные результаты по этим мультиплика-

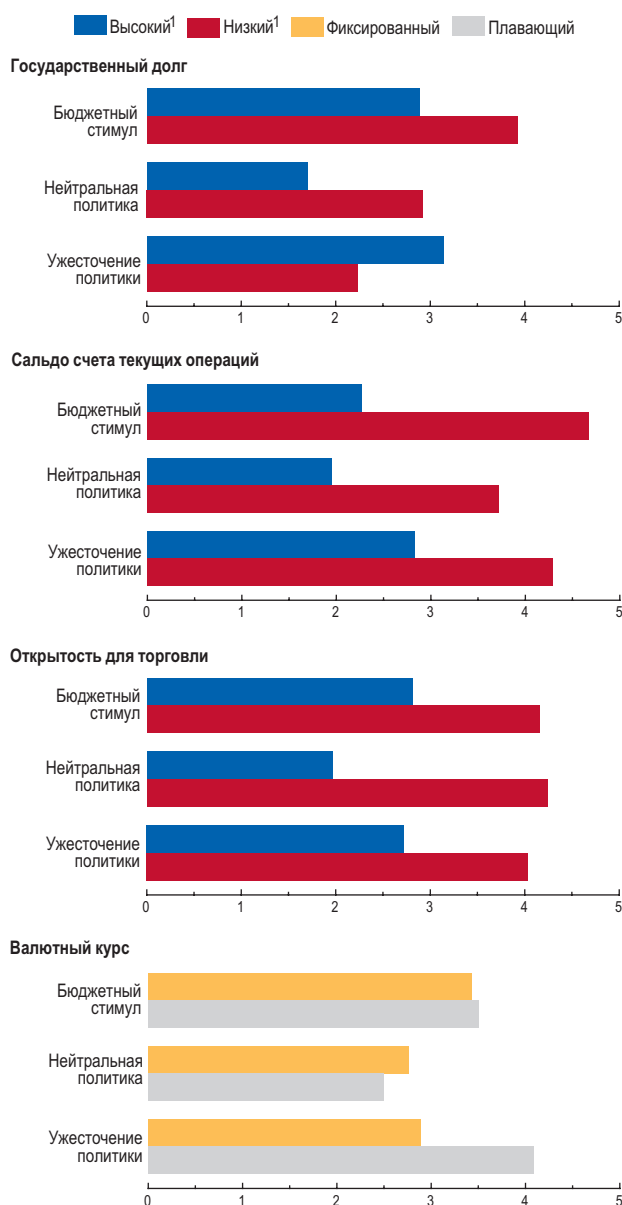
торам связаны с сильным негативным эффектом от ужесточения налогово-бюджетной политики и не отражают существенного положительного эффекта от бюджетного стимулирования. Если исключить непосредственно эффект бюджетного стимулирования, то получаемое воздействие является неизменно отрицательным по обоим показателям бюджетного стимула (хотя в последующие годы и происходит некоторое улучшение темпов роста выпуска продукции, а уровень выпуска продукции становится менее отрицательным, чем в изначальном варианте).

Чем могут быть обусловлены столь различные результаты? Одним из факторов беспокойства является то, что показатели бюджетного стимула не решают полностью проблемы эндогенности, в особенности показатель, основанный на эластичности, что может приводить к искажению результата²². Если же проблема не связана с измерениями,

²²Например, на фазе спада происходит падение как бюджетных поступлений, так и выпуска продукции. Если регрессии не учитывают реакцию автоматических стабилизаторов, то такая автоматическая реакция может быть принята за бюджетное стимулирование, что, совершенно очевидно, воспринимается в регрессии за фактор неэффективности. Это является более вероятным при подходе, основанном на эластичности: например, допущение эластичности бюджетных поступлений, равной единице, в случае стран с формирующимся рынком может быть слишком низким. Это будет вести к искажению результатов, особенно в краткосрочной перспективе.

Рисунок 5.9. Изменения роста реального ВВП и налогово-бюджетной политики при различных первоначальных условиях

Гистограммы показывают изменения роста реального ВВП между годом спада и первым годом после спада, дифференцированные по макроэкономическим условиям за три года до спада (долг, сальдо текущих операций, открытость торговли и рост денежной массы) и по режиму валютного курса и структуре бюджетного импульса в год спада.



Источник: расчеты персонала МВФ.

¹Пороговая величина высокого уровня долга составляет 75 процентов для стран с развитой экономикой и 25 процентов для стран с формирующимся рынком. За пороговый уровень сальдо счета текущих операций и открытости для торговли принята медиана переменной во всей выборке.

эффект может зависеть от ожиданий частного сектора в отношении последствий бюджетного стимулирования для уровня долга. Последние два ряда показывают зависимость эффекта от уровня государственного долга на момент интервенции. В странах с низким уровнем долга первоначальный эффект бюджетного стимулирования является отрицательным, но экономический рост испытывает положительное воздействие в последующие годы, и поэтому чистый эффект по прошествии трех лет является относительно отрицательным при использовании показателя, основанного на эластичности, и положительным при использовании показателя, основанного на регрессии. Напротив, в странах с высоким уровнем долга эффект неизменно оказывается высоким и устойчиво отрицательным. Это указывает на то, что обеспокоенность устойчивостью долговой ситуации может доминировать в решениях об осуществлении расходов, даже если текущая налогово-бюджетная политика традиционно считается стимулирующей²³.

Были составлены дополнительные регрессии, которые включали члены взаимодействия показателей бюджетного стимула и условных переменных: 1) для высокой или низкой открытости торговли; 2) для высоких или низких уровней развития финансового сектора как показателя ограничения ликвидности; 3) для режима фиксированного или плавающего обменного курса; 4) для высокого или низкого положительного сальдо счета текущих операций как показателя внешнеэкономической устойчивости. Более высокие уровни открытости для торговли и развития финансового сектора дают более высокие мультипликаторы, а также мультипликаторы являются более высокими при режиме плавающего обменного курса. Эти результаты расходятся с экономической теорией, согласно которой обеспокоенность долговой ситуацией может доминировать над эффективностью налогово-бюджетной политики. Действительно, считается, что при сальдо счета текущих операций выше среднего (обычно положительном) мультипликаторы также будут выше²⁴. Наконец, расчеты базисной регрессии с использованием двух разных временных подвыборок да-

²³Воздействие как бюджетного стимулирования, так и ужесточения налогово-бюджетной политики, становится значительно худшим, если исключить эпизоды сильного спада экономической активности. Подробнее см. приложение 5.1.

²⁴В среднесрочной перспективе мультипликаторы являются положительными при использовании основанного на регрессии показателя бюджетного стимула, но остаются отрицательными при использовании основанного на эластичности показателя бюджетного стимула.

Таблица 5.3. Рост реального ВВП и бюджетный стимул в разбивке по компонентам: все страны^{1,2}

Переменные условий	Количество наблюдений за период спада	Среднее за три года до спада	За один год до спада	Год спада роста реального ВВП	Через один год после спада	Среднее за четыре года после спада
Бюджетный стимул						
Стимул, основанный на доходной части бюджета	5	4,4	2,8	-0,7	3,6	4,1
Стимул, основанный на расходной части бюджета	31	3,1	2,0	-0,4	2,9	3,0
Стимул, основанный как на доходной, так и на расходной частях бюджета	15	3,0	1,6	0,6	4,1	3,5
Ужесточение налогово-бюджетной политики						
Стимул, основанный на доходной части бюджета	31	2,4	2,3	-0,2	3,3	3,1
Стимул, основанный на расходной части бюджета	17	2,8	3,2	1,2	5,0	4,3
Стимул, основанный как на доходной, так и на расходной частях бюджета	35	2,7	3,3	1,1	4,3	4,2

¹Бюджетный стимул определяется в первый год спада как снижение отношения скорректированного с учетом циклических колебаний первичного сальдо к ВВП до уровня менее 0,25 процентного пункта ВВП.

²Первоначальные условия для переменных определяются как среднее за три года, предшествующие году спада.

ют предупредительный сигнал: мультипликаторы, очевидно, снизились в последние годы²⁵.

Данные, полученные в результате этого анализа, показывают, что дискреционная налогово-бюджетная политика может успешно стимулировать рост выпуска продукции, особенно если она опирается на доходную часть бюджета. Однако следует проявлять осторожность при использовании пакетов мер стимулирования на фазе спада, так как данные свидетельствуют о том, что для того чтобы стимулирование было сколько-нибудь успешным, базовое состояние государственных финансов должно быть прочным. Это говорит о том, что правительства должны улучшать сальдо на фазе подъема и принимать заслуживающие доверия обязательства того, что пакеты мер стимулирования не будут угрожать устойчивости долговой ситуации.

Имитационное моделирование бюджетного стимулирования

В предыдущем разделе были приведены некоторые свидетельства наличия умеренно положительных мультипликаторов, но с важными оговорками в отношении вида экономики, структуры бюджетного стимула и уровня долга. Очевидно, су-

ществует большое число потенциально важных факторов, которые директивные органы должны учитывать при планировании мер дискреционной налогово-бюджетной политики. Цель данного раздела состоит в том, чтобы в рамках контролируемых параметров изучить, как эффект бюджетного стимулирования зависит от структуры экономики.

Была использована годовая версия глобальной интегрированной монетарно-фискальной модели (ГИМФ). ГИМФ является многострановой динамичной стохастической моделью общего равновесия, которая имеет ряд полезных характеристик в сравнении с существующими монетарными моделями циклов деловой активности (например, принимаются миопические и ограниченные определенным уровнем ликвидности потребители и потенциальный долгосрочный прирост производительности в результате государственных инвестиций) и в которой используется широкий диапазон денежно-кредитных инструментов, влияющих на межвременной выбор домашних хозяйств и фирм (государственные инвестиции, налоги на труд, налоги на потребление и трансферты домашним хозяйствам)²⁶.

Первое действие заключалось в сопоставлении результатов по ключевым макроэкономическим переменным при использовании различных

²⁵Это в особенности касается стран с развитой экономикой. Одно возможное объяснение, согласующееся как с эмпирическими сведениями, так и представленными ниже имитационными расчетами, состоит в том, что в этих странах денежно-кредитная политика стала менее адаптивной.

²⁶В качестве страновых блоков были взяты Соединенные Штаты, зона евро, Япония, страны Азии с формирующимся рынком и остальные страны. Более подробное описание модели см. в работе Kumhof and Laxton (2008).

Таблица 5.4. Реакция реального ВВП на дискреционные изменения налогово-бюджетной политики

Воздействие в:	Реакция реального ВВП			
	Основанный на эластичности показатель бюджетного стимула		Основанный на регрессии показатель бюджетного стимула	
	год 0	год 3	год 0	год 3
	<i>(При положительном бюджетном стимуле в 1 процентный пункт ВВП)</i>			
Базисная спецификация	0,15	-0,16	0,08	-0,02
Различия между странами				
Только страны с развитой экономикой	0,12	0,13	0,11	0,51
Только страны с формирующимся рынком	0,21	-0,03	0,10	-0,09
Компоненты				
Изменения политики, основанные на доходной части бюджета	0,21	0,12	0,10	0,14
Изменения политики, основанные на расходной части бюджета	0,13	-0,21	0,06	-0,06
Компоненты: только страны с развитой экономикой				
Изменения политики, основанные на доходной части бюджета	0,35	0,59	0,01	0,40
Изменения политики, основанные на расходной части бюджета	-0,09	-0,26	0,15	0,52
Компоненты: только страны с формирующимся рынком				
Изменения политики, основанные на доходной части бюджета	0,23	0,23	0,13	0,17
Изменения политики, основанные на расходной части бюджета	0,20	-0,18	0,08	-0,23
Спады	0,29	0,00	0,10	0,04
Только бюджетный стимул	-1,30	-0,88	-0,87	-0,29
Только бюджетный стимул, высокий изначальный долг	-1,75	-2,05	-1,05	-0,80
Только бюджетный стимул, низкий изначальный долг	-0,96	-0,36	-0,65	0,13

инструментов налогово-бюджетной политики для крупной экономики, калиброванной в соответствии с параметрами Соединенных Штатов. Полученные результаты представлены на рис. 5.10. В качестве шока была выбрана временная бюджетная экспансия, калиброванная таким образом, чтобы получить первичный дефицит, превышающий базисный уровень на 1 процент в году 1 и на 0,5 процента в году 2. Впоследствии функция бюджетной реакции обеспечивает возвращение долга к его первоначальному уровню за счет повышения аккордных налогов. Бюджетный стимул является совершенно непредвиденным в первый год, но его временной горизонт, включая продолжение стимула в год 2 и долгосрочные последствия для налогов, полностью понимаются участниками после того, как было начато стимулирование. Каждый ряд рис. 5.10 показывает, слева направо, реакцию ВВП (в процентных пунктах отклонения от базисного уровня), инфляции и номинальных процентных ставок (в процентных пунктах отклонения от базисного уровня) и реальных процентных ставок

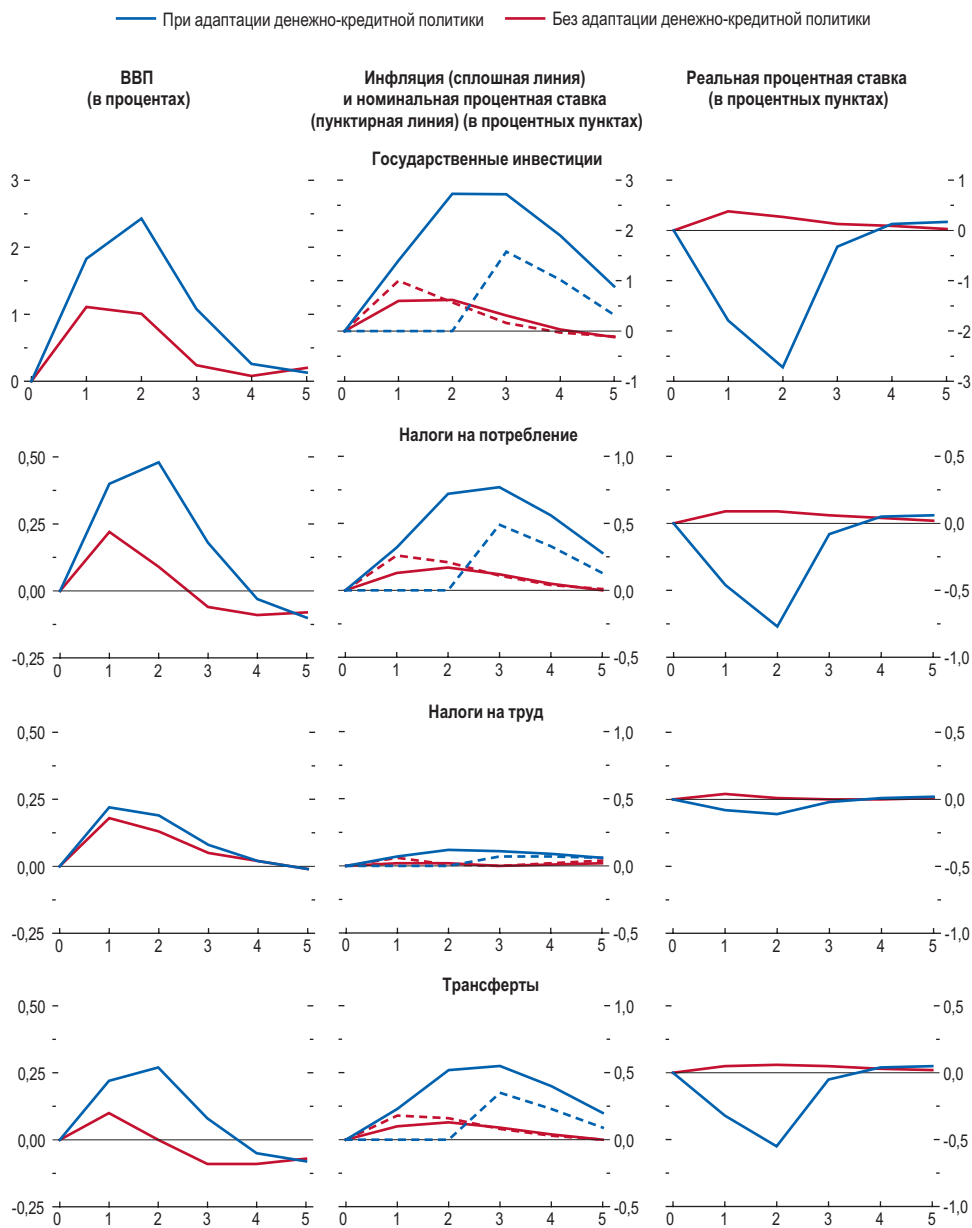
(в процентных пунктах отклонения от базисного уровня). Последующие ряды рисунка показывают воздействие различных налогово-бюджетных инструментов: государственных инвестиций, налогов на потребление, налогов на трудовой доход и трансфертов домашним хозяйствам. На каждой панели показаны две реакции: в одном случае предполагается реакция номинальных процентных ставок на ожидаемое отклонение инфляции от целевого показателя, а в другом — сохранение номинальных процентных ставок неизменными в течение первых двух лет в целях адаптации к бюджетному стимулу.

Ни в одном из случаев не происходит долгосрочного изменения потенциального выпуска продукции; в конечном итоге каждая переменная возвращается к нулю²⁷. Таким образом, основное

²⁷Это также справедливо для государственных инвестиций, но в этом случае влияние на выпуск продукции оказывается значительно более длительным, так как государственный инфраструктурный капитал создает преимущества для производства, которые медленно амортизируются во времени.

Рисунок 5.10. Воздействие бюджетной экспансии в крупной экономике
 (Отклонение от базисной траектории; по оси X отложены годы; шок происходит в нулевой год)

Импульсная реакция на повышение дефицита на 1 процент в году 1 и на 0,5 процента в году 2.



Источник: расчеты персонала МВФ.

внимание в эксперименте уделяется различиям в краткосрочном воздействии мер политики. Полученные результаты показывают следующее:

- Для одинакового увеличения дефицита существуют существенные различия между инструментами по величине краткосрочных мультипликаторов. Предполагая, что государственные инвестиции могут быть осуществлены незамедлительно и эффективно, они оказывают большее воздействие, чем другие меры²⁸. Это связано с тем, что они оказывают прямое влияние на совокупный спрос, в то время как воздействие налогов и трансфертов зависит от склонности к потреблению. Инвестиции также оказывают наибольшее влияние на инфляцию и реальные процентные ставки.
- Режим денежно-кредитной политики играет ключевую роль в эффективности бюджетного стимулирования: при адаптивной политике мультипликаторы выпуска продукции возрастают в два раза сильнее, а эффект оказывается более устойчивым²⁹. Одновременно с этим повышается инфляция. Разница является наименьшей для налогов на труд, так как понижение налогов на труд повышает стимул к труду и потреблению. В результате ответная реакция предложения понижает инфляционные последствия. Можно также продемонстрировать, что в отсутствие адаптивной денежно-кредитной политики мультипликаторы меньше, когда цены являются более гибкими³⁰. Это связано с тем, что инфляция сильнее растет вслед за введением стимула, что требует более агрессивного повышения процентных ставок, что уменьшает реакцию со стороны выпуска продукции. При адаптивной денежно-кредитной политике большая гибкость цен оказывает обратное воздействие, так как более высокая инфляция подразумевает более сильное снижение реальных процентных ставок.

²⁸Это контрастирует с эмпирическими результатами, согласно которым больший положительный эффект достигается в результате стимулирования со стороны доходной части бюджета. В данных имитационных расчетах частные агенты понимают, что долг будет сохраняться на первоначальном уровне. На практике возможно, что пакеты мер со стороны расходной части бюджета скорее могут стать постоянными и поэтому будут вызывать беспокойство в отношении устойчивости долговой ситуации.

²⁹Это согласуется с мнением, что налогово-бюджетная политика может быть наиболее эффективной, когда денежно-кредитная политика является наименее эффективной, например, когда номинальные процентные ставки близки к нулю или механизм гармонизации денежно-кредитных условий не работает.

³⁰Имитационные расчеты для различной степени гибкости цен не показаны на рисунке 5.7.

- Снижение налогов на потребление и временное повышение трансфертов домашним хозяйствам, очевидно, меняют траекторию выпуска продукции (выпуск оказывается выше, а затем ниже базисной линии), так как создается стимул для переноса потребления и инвестиций на более ранний срок³¹. Сокращение налогов на труд, с другой стороны, вызывает более последовательную положительную реакцию предложения. Если меры политики становятся постоянными и финансируются путем увеличения долга, то значительно более важным становится долгосрочное воздействие на предложение и долг. В случае всех налогово-бюджетных инструментов более высокий долг имеет тенденцию к вытеснению частного выпуска продукции, так как ведет к повышению реальных процентных ставок³². Когда происходит постоянное увеличение трансфертов, вне зависимости от краткосрочной адаптации денежно-кредитной политики, реальные процентные ставки повышаются в долгосрочной перспективе, что ведет к сокращению выпуска продукции, или, по крайней мере, он остается неизменным. Снижение налоговых ставок, с другой стороны, уменьшает искажения предложения и, таким образом, ведет к постоянному увеличению выпуска продукции, причем это происходит в большей степени при снижении налогов на труд, нежели налогов на потребление. Перманентное снижение налоговых ставок может привести к усилению краткосрочного воздействия, в зависимости от соотношения между положительным воздействием со стороны предложения и отрицательным воздействием со стороны процентных ставок. Воздействие перманентного повышения государственных инвестиций зависит от того, обеспечат ли эти расходы более высокую норму прибыли, нежели предоставление этих ресурсов в распоряжение частных инвесторов.

Как различаются мультипликаторы в зависимости от характеристик экономики? Дополнительные имитационные расчеты показали следующее.

- Для любого определенного размера бюджетного стимулирования мультипликаторы будут меньше в случае малой и более открытой экономики

³¹Это служит примером временного изменения налогово-бюджетной политики, которое является успешным в силу перспективных ожиданий, что свидетельствует о том, что критика «с позиций перманентного дохода» временных мер политики не всегда является верной.

³²В случае малых стран, то есть стран, которые являются достаточно малыми, чтобы процентные ставки носили экзогенный характер, вероятность этого всегда сохраняется. Ее степень зависит от изменений премии за риск.

- (см. рис. 5.11), хотя мультипликаторы для налогов на труд сокращаются в меньшей степени³³.
- Более высокая доля ограниченных в доступе к ликвидности потребителей, что можно ожидать в случае большинства стран с формирующимся рынком, приводит к существенно более высоким мультипликаторам.
 - В то же время бюджетное стимулирование в странах с формирующимся рынком, имеющих высокий уровень долга, может вести к повышению реальных процентных ставок, так как участники рынка будут требовать более высокой премии за риск. Это приведет к уменьшению мультипликаторов выпуска продукции, особенно при принятии мер со стороны доходной части бюджета, как показано на рис. 5.12. Если повышение премии за риск является достаточно большим, мультипликаторы становятся отрицательными. Возможно, именно этот механизм создает отрицательный результат бюджетного стимулирования в эмпирическом анализе, как показано в таблице 5.4.

Эти результаты показывают, что воздействие бюджетного стимулирования, вероятно, будет существенно различаться, в зависимости от того, как оно проводится, а также в зависимости от вида экономики. Результаты подтверждают идею о том, что важную роль играет степень адаптации денежно-кредитной политики, которая повлияла на более низкие оценочные значения бюджетных мультипликаторов в последние годы. Это не означает, что налогово-бюджетная политика не может быть эффективной; скорее это означает, что она, вероятно, будет наиболее эффективной, когда возможности денежно-кредитной политики ограничены и она неэффективна (см. также Blinder, 2006). Полученные результаты также раскрывают потенциально важный механизм, посредством которого обеспокоенность устойчивостью ситуации с государственным долгом может вести к уменьшению налогово-бюджетных мультипликаторов до такой степени, что дискреционная налогово-бюджетная политика может принести больше вреда, чем пользы.

³³Эмпирические результаты, полученные в предыдущем разделе, говорят об обратном: мультипликаторы выше в случае малой и более открытой экономики. Это указывает на то, что использованный в регрессиях показатель открытости реагирует на другие эффекты, не учтенные в данных имитационных расчетах.

Выводы и соображения, касающиеся проведения политики

В данной главе рассматривается простой вопрос: какое воздействие может оказывать налогово-бюджетная политика во время экономического спада? Анализ показывает, что простого ответа на этот вопрос не существует и он сильно зависит от характеристик экономики.

Одной из очевидных привлекательных черт дискреционной налогово-бюджетной политики является то, что правительства могут быстро влиять на покупательную способность, в то время как денежно-кредитная политика оказывает свое воздействие после длительной и иногда неопределенной задержки. История применения мер политики в странах с развитой экономикой также показывает, что дискреционная налогово-бюджетная политика активно используется на практике, хотя и не так широко, как автоматические стабилизаторы или меры денежно-кредитной политики. Однако дискреционные меры обычно реализуются позднее, чем автоматические стабилизаторы и изменения в направленности денежно-кредитной политики; они чаще применяются в ответ на спад, а не подъем, и иногда в большей мере, чем это необходимо; стимулы часто становились постоянными, что имело негативные последствия для устойчивости налогово-бюджетной сферы.

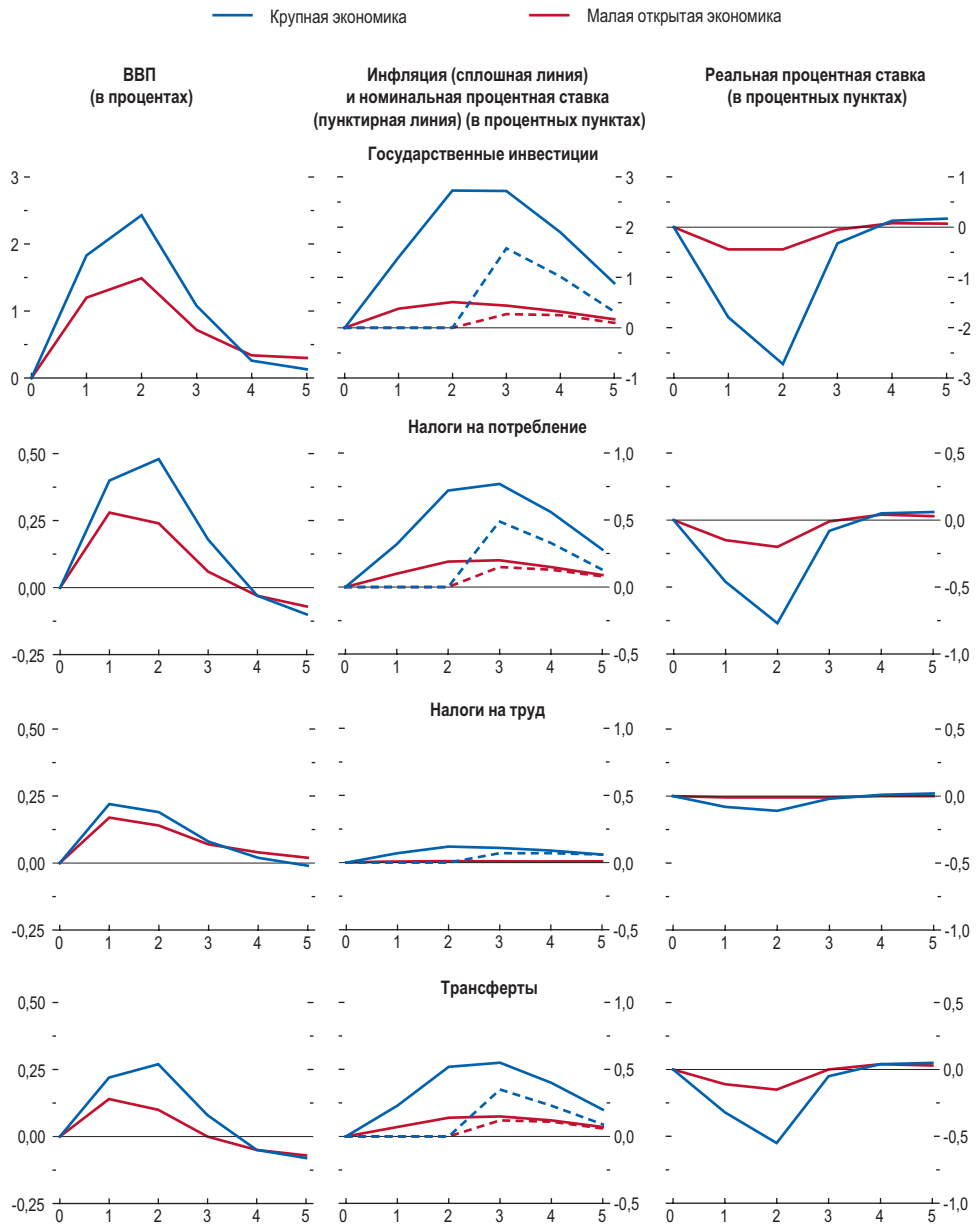
Анализ среднего воздействия дискреционной налогово-бюджетной политики в совокупной выборке стран с развитой экономикой и с формирующимся рынком не дает надежных данных об антициклическом воздействии на экономическую активность. Однако более тщательное исследование показывает, что воздействие является умеренно антициклическим в странах с развитой экономикой. Напротив, были получены только слабые указания на антициклическое воздействие в странах с формирующимся рынком, и только на начальном этапе, причем имеются показания на то, что в последующие годы это воздействие становится отрицательным. Меры стимулирования со стороны доходной части бюджета, как представляется, являются более эффективными в плане увеличения выпуска продукции, чем меры со стороны расходной части, особенно в странах с формирующимся рынком, что, возможно, отражает обеспокоенность тем, что единожды принятое увеличение расходов затем трудно отменить.

Эти эмпирические выводы в целом согласуются с имитационными расчетами в модели общего равновесия для различных периодов времени. Имитационные расчеты показывают, что нало-

Рисунок 5.11. Бюджетная экспансия в крупной экономике в сопоставлении с малой открытой экономикой при адаптации денежно-кредитной политики

(Отклонение от базисной траектории; по оси X отложены годы; шок происходит в нулевой год)

Импульсная реакция на повышение дефицита на 1 процент в году 1 и на 0,5 процента в году 2.

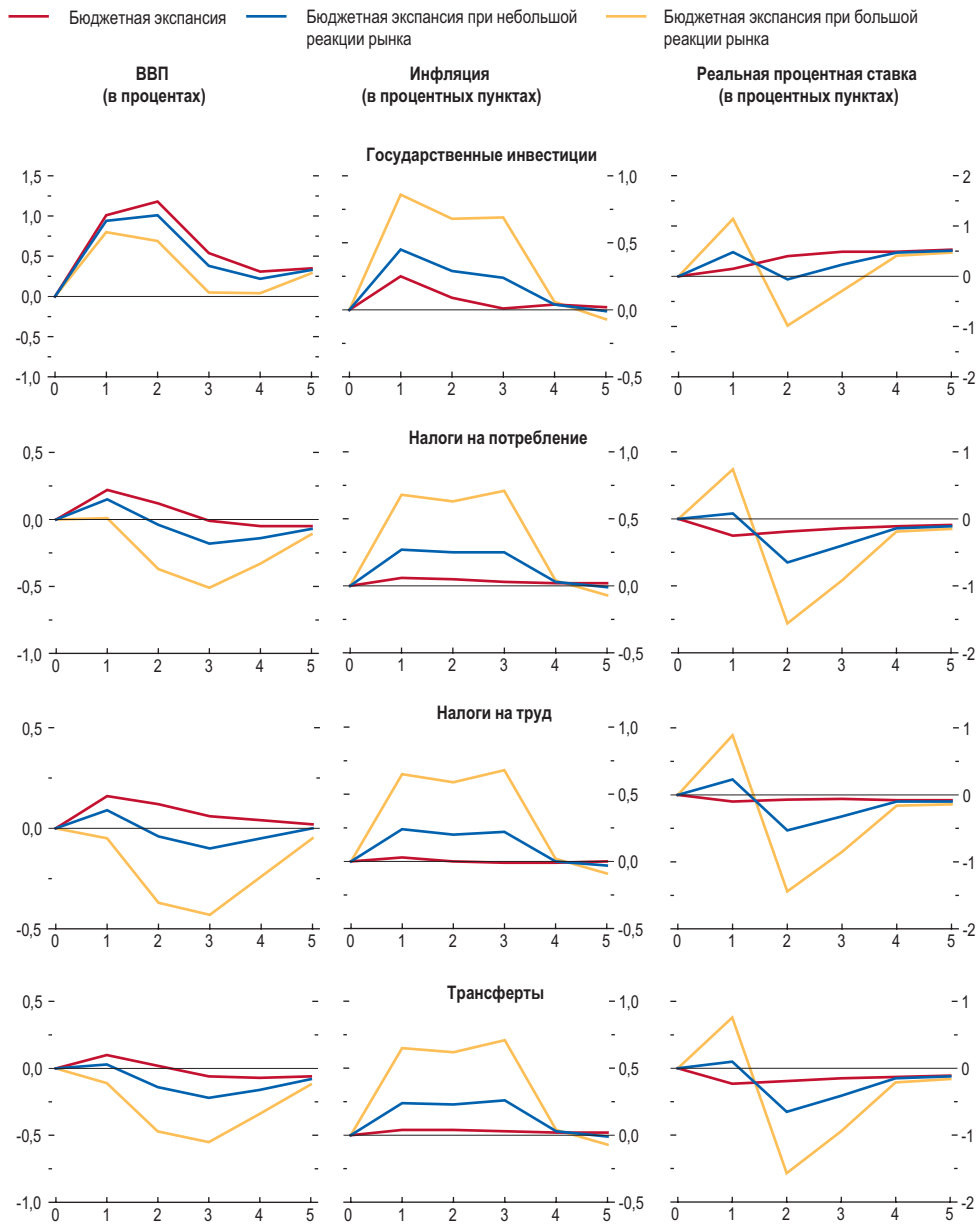


Источник: расчеты персонала МВФ.

Рисунок 5.12. Воздействие бюджетной экспансии в малой экономике при реакции со стороны рыночной премии за риск

(Отклонение от базисной траектории; по оси X отложены годы; шок происходит в нулевой год)

Импульсная реакция на повышение дефицита на 1 процент в году 1 и на 0,5 процента в году 2.



Источник: расчеты персонала МВФ.

гово-бюджетный мультипликатор может варьировать в диапазоне от кейнсианских (единица и выше) до отрицательных значений, в зависимости от используемого инструмента и вида экономики. В частности, мультипликатор оказывается ниже, когда реакция денежно-кредитной политики не адаптируется к бюджетному стимулу и когда вслед за бюджетным стимулированием происходит сильное повышение премии за риск (например, когда сильна обеспокоенность относительно возможностей обслуживания долговых обязательств). Увеличение государственных расходов может быть наиболее прямым способом повышения выпуска продукции, если оно может быть быстро осуществлено. С другой стороны, этот метод является наиболее инфляционным. Изменения налогов, которые обеспечивают увеличение вознаграждения за труд или стимулируют перенос потребления на более ранний срок могут почти столь же эффективно поддерживать экономическую активность, но с меньшим риском инфляции.

Учитывая и интерес, проявляемый к налогово-бюджетной политике как антициклическому инструменту, и данные о том, что дискреционное бюджетное стимулирование может оказывать отрицательное воздействие, не следует ли правительствам шире использовать автоматические стабилизаторы? Или же могут быть разработаны альтернативные антициклические механизмы налогово-бюджетной политики, которые будут симметрично и более быстро реагировать на изменения в состоянии экономики?³⁴

В целом существует два возможных варианта, каждый из которых имеет свои преимущества и недостатки.

Повышение чувствительности автоматических стабилизаторов. Степень воздействия пассивных автоматических стабилизаторов может быть повышена, например, путем усиления прогрессивности системы сбора поступлений. Такие механизмы будут работать автоматически и не обязательно должны вести к увеличению размера государственного сектора. Сопутствующим методом является изменение некоторых налогов, трансфертов или программ расходов с целью их привязки к состоянию экономики на основе простых

правил, подобных правилу Тэйлора для определения процентных ставок. Это может достигаться путем предварительного утверждения временных программ расходов или повышения страхового пособия по безработице при достижении ее определенного уровня. Преимуществом такого подхода является его прозрачность.

Однако такие механизмы могут также приводить к непреднамеренным последствиям, которые необходимо сопоставлять с возможными выгодами от стабилизации. Система временного уменьшения налога на потребление может приводить к самореализующимся спадам текущего потребления, если населением ожидается снижение налога. Предложения о введении автоматических триггеров, которые должны реагировать на циклические изменения, также трудно реализуемы, поскольку не существует полностью надежных показателей состояния экономики в режиме реального времени. Ответные меры, основанные на результатах предыдущих периодов, такие как автоматические налоговые скидки, могут быть более точными и вызывать меньшие искажения, но они могут быть не столь высокоадресными, как меры, основанные на текущих доходах. Кроме того, может быть трудно разработать заранее определенные программы расходов для соответствующих стадий экономики, обеспечив их высокую адресность и эффективное использование государственных средств (Solow, 2005). Более того, все эти меры могут вызывать искажения в экономике: механизмы повышения прогрессивности налогов или привязки размера пособий по страхованию от безработицы к состоянию экономики, вероятно, изменят стимулы к труду и могут оказаться политически трудно выполнимыми на фазе подъема. Таким образом, они должны подкрепляться мерами для повышения адресности поддержки на фазе спада. Однако повышение адресности может быть сопряжено с административными трудностями, преодоление которых может оказаться дорогостоящим.

Изменения в управлении налогово-бюджетной политикой. Проведение более широких реформ может повысить доверие к мерам дискреционной политики, в частности, для уменьшения смещений в сторону увеличения долга. Это может потребовать создания независимого, неполитизированного государственного органа, по типу уже существующих во многих странах (некоего бюджетного ревизионного органа), которому будет поручено отслеживать циклические изменения в состоянии экономики, оценивать соответствие налогово-бюджетной политики среднесрочным целям

³⁴Эта идея восходит, по крайней мере, к работе Musgrave (1959, стр. 512 англ. текста), в которой было введено в обращение выражение «гибкость формулы» для описания системы, в которой изменения налогов и/или расходов заранее утверждаются законодательным органом, с тем чтобы можно было реагировать на изменения доходов. В недавнее время разновидности этой идеи были выдвинуты в работе Seidman (2003).

и предоставлять рекомендации по различным мерам политики³⁵. Это позволит свести к минимуму политическую пристрастность оценок экономической информации и избежать принятия решений исключительно на основании статистических показателей состояния экономики, которые могут быть неточными. Кроме того, такой подход позволяет повысить своевременность бюджетного стимула и строже ограничивать его во времени. Таким органам может быть также поручено представлять рекомендации о необходимых изменениях параметров налогов и расходов, как это уже делается в ряде стран³⁶.

Очевидно, что, прежде чем применять любые такие подходы, требуется тщательное изучение их потенциальных издержек и рисков. Помимо выбора налогово-бюджетных инструментов и административной сложности изменения ставок налогов или планов расходов, система должна координироваться с целями денежно-кредитной политики (см. Taylor, 2000). Тем не менее, учитывая ограниченные возможности автоматических стабилизаторов в том виде, в каком они сейчас применяются, и риски, связанные с дискреционной налогово-бюджетной политикой, эта идея заслуживает дальнейшего изучения.

Приложение 5.1. Данные и эмпирические методы

Сведения о чувствительности налогово-бюджетной политики

Квартальные данные о разрыве между фактическим и потенциальным объемом производства и росте реального ВВП были взяты из издания ОЭСР *Economic Outlook* («Перспективы развития экономики») и скорректированы с учетом сезон-

³⁵Например, задачей Совета по налогово-бюджетной политике Швеции является проведение независимой оценки налогово-бюджетной политики правительства Швеции, в том числе ее соответствия состоянию экономики на текущем этапе цикла деловой активности.

³⁶Некоторые даже предлагали, чтобы правительства делегировали ограниченные бюджетные полномочия таким неполитизированным органам исключительно в целях макроэкономической стабилизации (см. Ball, 1997, и Calmfors, 2003). Они могли бы менять параметры некоторых налогов или расходов в рамках существующих программ и в пределах ограничений, устанавливаемых законодательным органом, действуя на основе узких полномочий по стабилизации экономики, дополняемых строгими требованиями подотчетности. Недостатком этих предложений является то, что они урезают роль правительства, а также затрудняют разграничение обязанностей правительства и органа по реализации антициклической налогово-бюджетной политики (подробный обзор см. в работе Debrun, Hauner, and Kumar, 2008).

ных факторов. Экономические спады определяются как кварталы, в которых экономический рост либо является отрицательным, либо ниже потенциала, при разрыве между фактическим и потенциальным объемом производства, превышающем одно стандартное отклонение ниже нуля. Представительной переменной изменений денежно-кредитной политики служит квартальное изменение номинальной краткосрочной процентной ставки, взятой из базы данных «Международной финансовой статистики» МВФ. Все изменения приводятся на квартальной основе, не в годовом исчислении. Анализ сосредоточен на «крупных» изменениях дискреционных налогово-бюджетных переменных, которые определяются как превышающие 0,25 процента ВВП за квартал. Аналогичным образом, дискреционные номинальных краткосрочных процентных ставок определяются как превышающие 0,25 процента за один квартал.

Векторная авторегрессия (VAR) оценивается для каждой страны с использованием квартальных данных. Переменные, включенные в VAR, и их порядок являются следующими: фактический рост реального ВВП за вычетом потенциального роста реального ВВП, инфляция (основанная на дефляторе ВВП), изменения номинальной процентной ставки, изменения скорректированного с учетом циклических колебаний первичного сальдо бюджета и изменения автоматического (циклического) сальдо бюджета. Этот порядок означает, что, хотя переменные политики могут реагировать на шоки роста и инфляции в пределах одного квартала, лаг механизма воздействия переменных политики на рост и инфляцию составляет, по крайней мере, один квартал. В VAR включены два лага для каждой переменной.

Неопределенность данных и риск смещения в сторону увеличения долга

Для проведения тестов на асимметричность реакции в каждую VAR были введены следующие переменные: темпы роста, когда экономика находится на фазе спада, и ноль в противном случае; темпы роста, когда экономика находится на фазе подъема, и ноль в противном случае; и ранее включенные переменные, т.е. инфляцию, изменения номинальных процентных ставок и изменения сальдо бюджета. Как и прежде, периоды спада определяются как кварталы, в которые экономический рост либо является отрицательным, либо ниже потенциала, при разрыве между фактическим и потенциальным объемом производства, превышающем одно стандартное отклонение ни-

же нуля. Результаты являются устойчивыми к перемене мест двух половин роста (спадов и подъемов) в ВАР, к иному порядку налогово-бюджетных и денежно-кредитных переменных, а также к включению в каждое уравнение временного тренда. Поскольку ВАР специфицирована в разностях первого порядка, любой тренд сальдо бюджета за период выборки влияет на постоянный член в уравнении сальдо бюджета.

Для проведения тестов надежности предварительных оценок ВВП в анализе были обновлены оценки из работы Faust, Rogers, and Wright (2003), в которой были использованы данные за период, заканчивающийся 1997 годом. Размер исправления данных определяется как разница между данными, приведенными в последнем издании (за июнь 2008 года) ОЭСР *Monthly Economic Indicators* («Ежемесячные экономические показатели»), и данными при их первой публикации в *Monthly Economic Indicators*. Для Соединенных Штатов, Соединенного Королевства и Канады предварительные данные имеются за период с первого квартала 1965 года. Для Японии начальной датой является первый квартал 1970 года, для Италии и Германии — четвертый квартал 1979 года и для Франции — четвертый квартал 1987 года.

Для оценки влияния погрешностей оценок темпов роста в каждую ВАР, в дополнение к ранее включенным переменным, были введены погрешности предварительных оценок. Погрешности оценок были расположены в ВАР после темпов роста и инфляции, но до переменных политики. Результаты являются устойчивыми к иному расположению погрешностей оценок и переменных политики.

Реакция политики в странах с формирующимся рынком и странах с развитой экономикой

В анализе используется выборка из 21 страны с развитой экономикой и 20 стран с формирующимся рынком, взятых из базы данных публикации МВФ «Перспективы развития мировой экономики» (ПРМЭ) за период с 1970 по 2007 годы³⁷. Выборка включает годовые данные по поступлениям и расходам сектора государственного управления (за вычетом процентных платежей). Другие макроэкономические данные были (например, по сальдо внешних операций и инфляции) взяты из базы данных «Доклада о мировом развитии» Всемирного банка, базы данных ПРМЭ и других общедоступных источников. Перечень стран и

³⁷Из-за ограниченности данных Индия была исключена из выборки, использованной для регрессий.

эпизодов спада приводится в таблице 5.5 (в которой годы бюджетного стимулирования выделены жирным шрифтом).

В дополнение к данным ПРМЭ было проведено исследование с использованием данных, составленных в соответствии с требованиями «Руководства по статистике государственных финансов» (СГФ) МВФ. Одним из преимуществ этого набора данных является то, что он позволяет получать более дезагрегированные сведения: поступления могут быть разбиты по категориям физических лиц, корпораций, потребления и торговли. Налоги и расходы могут быть разбиты по категориям домашних хозяйств, некоммерческих организаций и трансфертов корпорациям (субсидий); процентов; заработной платы государственных служащих; а также других расходов и затрат капитала. Более дезагрегированные данные потенциально позволяют проводить более четкие различия в отношении эластичности налогов и расходов по доходам и, следовательно, более точно измерять автоматические корректировки поступлений и расходов в противоположность циклическим. Было проведено широкое сопоставление данных ПРМЭ и СГФ для одной и той же выборки стран. При этом возникли две серьезные проблемы. Во-первых, чтобы получить достаточно длинные временные ряды, необходимо было срастить различные версии данных СГФ, в результате чего возникали ситуации, когда вышесказанные компоненты демонстрировали всплески в точках сращивания, что, очевидно, было просто связано с реклассификацией данных. Это давало ложные показатели бюджетного стимула, что сводило на нет теоретические преимущества использования этих данных. Во-вторых, длинные временные ряды данных СГФ имеются только по сектору центрального правительства. В результате может возникать искаженная картина изменений налогово-бюджетной политики. Например, оценки бюджетного стимула на центральном уровне государственного управления оказались антициклическими (относительно цикла выпуска продукции) во всех странах. Этот результат заслуживает дополнительного изучения, но это не вошло в задачи данного исследования.

Показатели бюджетного стимула

В качестве основанного на эластичности показателя бюджетного стимула, использованного для стандартизованных фактов, ситуационного анализа и регрессий, были взяты скорректированное

с учетом циклических колебаний первичное сальдо, рассчитанное как

$$caph_t = r_t - e_t^P \frac{Y_t^{real}}{Y_t^{tr-real}},$$

где r_t обозначает отношение поступлений к ВВП в период t , e_t^P — отношение первичных расходов к ВВП в период t , а $Y_t^{real}/Y_t^{tr-real}$ — реальный выпуск продукции, поделенный на потенциальный (трендовый) выпуск продукции в период t . Эти оценки скорректированного с учетом циклических колебаний сальдо основываются на оценках разрыва между фактическим и потенциальным объемом производства, выведенных с использованием фильтра временных рядов, который может быть неэффективен, когда шоки предложения являются частыми и крупными, что отмечается в случае многих стран с формирующимся рынком. Применение одних и тех же значений эластичности ко всем странам (в соответствии с допущением для стран с формирующимся рынком), в то время как одни страны имеют низкую, а другие высокую эластичность налогов по выпуску продукции, может давать результат, позволяющий предположить, что первые активнее применяют дискреционную налогово-бюджетную политику, чем последние, хотя истинной причиной являются более сильные автоматические стабилизаторы.

Основанный на регрессии показатель бюджетного стимула, который использовался в регрессиях, был построен как разница между гипотетическим первичным дефицитом в период t , предполагающим отсутствие изменений в экономических условиях, и фактическим первичным дефицитом в период $t-1$. В качестве первого шага следует отметить, что фактическое первичное сальдо в период t может быть выражено как функция дискреционной политики, P_t , и экономических условий, преобладающих в этот период, E_t :

$$B_t = B(P_t E_t).$$

После этого изменение первичного сальдо относительно предыдущего года может быть разложено следующим образом:

$$\begin{aligned} \Delta B_t &= B(P_t E_t) - B(P_{t-1}, E_{t-1}) \\ &= [B(P_t E_t) - B(P_t E_{t-1})] + [B(P_t E_{t-1}) - B(P_{t-1}, E_{t-1})] \\ &= \Delta B_t^E + \Delta B_t^P. \end{aligned}$$

Таблица 5.5. Перечень стран и эпизодов спада

Страна	Годы спада
Аргентина	1975, 1976, 1978, 1981, 1982, 1985, 1988, 1989, 1990, 1995, 1999 , 2000, 2001 , 2002
Австралия	1972 , 1978, 1982, 1983 , 1991 , 1992
Австрия	1975, 1978 , 1981, 1988, 1997
Бельгия	1975, 1977, 1987, 1993, 2003
Бразилия	1970, 1981, 1983, 1990, 1992
Канада	1975 , 1982 , 1991 , 1992
Чили	1972, 1973, 1975, 1982, 1983, 1999
Китай	1976, 1990, 1991
Колумбия	1976, 1977, 1983, 1985, 1991, 1992 , 1999
Чешская Респ.	1990, 1991, 1992, 1997 , 1998
Дания	1974 , 1975 , 1980, 1981 , 1983, 1988 , 1993, 2003
Египет	1973, 1974, 1981
Финляндия	1977 , 1978 , 1991 , 1992 , 1993
Франция	1975 , 1986 , 1987, 1993 , 1997
Германия	1975, 1982, 1989, 1990 , 1993, 2003
Греция	1974, 1981, 1982, 1983, 1987, 1993
Венгрия	1985, 1988, 1990, 1991
Исландия	1975, 1976, 1983 , 1985 , 1988, 1991, 1992, 2003
Индия	1972, 1974, 1979, 1980, 1987, 2002
Индонезия	1998
Ирландия	1975, 1976, 1983, 1993, 1994
Италия	1972, 1975, 1980, 1983, 1993, 2003
Япония	1974, 1975 , 1987, 1994 , 1998 , 1999
Малайзия	1971, 1975, 1985, 1986, 1987, 1998
Мексика	1977, 1982, 1983, 1986, 1988, 1995, 2001
Нидерланды	1975, 1980, 1981, 1982, 1993, 2003 , 2005
Новая Зеландия	1972, 1976, 1977, 1979, 1983, 1991 , 1992, 1998
Пакистан	1970, 1972, 2002, 2003
Польша	1980, 1981, 1982, 1984, 1990, 1991
Португалия	1975, 1984, 1985, 1986 , 1993 , 2003
Румыния	1975, 1985 , 1988, 1989, 1990 , 1991, 1992 , 1997, 1998, 1999
Словацкая Респ.	1990, 1991, 1992, 1993
Словения	1976, 1983, 1987, 1988, 1990, 1991, 1992
Южная Африка	1977, 1978, 1982 , 1983, 1985, 1986, 1990, 1991 , 1992
Испания	1971, 1981, 1985, 1986, 1993
Швеция	1977, 1981, 1983, 1991 , 1992 , 1993 , 2003
Швейцария	1975, 1976, 1978, 1982, 1983, 1991 , 1993, 2003
Турция	1973, 1979, 1980, 1989, 1994, 1999, 2001
Украина	1987, 1990, 1991, 1992, 1993, 1994, 1996, 1997 , 1998, 1999
Соединенное Королевство	1971, 1974, 1975, 1980, 1981, 1991 , 1992
Соед. Штаты	1970 , 1974, 1975 , 1980 , 1982 , 1991

¹Жирным шрифтом выделены годы спадов, в которые использовалось бюджетное стимулирование; бюджетное стимулирование определяется как снижение отношения скорректированного с учетом циклических колебаний первичного сальдо к ВВП до уровня менее 0,25 процентного пункта ВВП.

Член $B(P_t, E_{t-1})$ отражает первичное сальдо, которое могло бы сложиться при политике в период t , если допустить, что экономические условия были теми же, что и в период $t-1$. После этого изменение сальдо можно разбить на два элемента. Первый элемент, ΔB_t^E , отражает последствия для налогово-бюджетной сферы изменений экономических условий от E_{t-1} к E_t . Второй элемент, ΔB_t^P , отражает изменение сальдо в результате изменений дискреционной политики.

На практике первым шагом для расчета основного на регрессии показателя бюджетного стимула является оценка следующих уравнений при том допущении, что рост реального ВВП служит надлежащим замещающим параметром экономических условий:

$$R_t = \alpha_R + \beta_R \cdot \text{рост}_t + \gamma_R \cdot \text{тренд}_t + u_t$$

$$G_t = \alpha_E + \beta_E \cdot \text{рост}_t + \gamma_E \cdot \text{тренд}_t + e_t$$

где R обозначает поступления сектора государственного управления в процентах ВВП, G — первичные расходы сектора государственного управления в процентах ВВП, рост — рост реального ВВП, тренд — временной тренд, а u и e являются остаточными величинами. Скорректированные с учетом колебаний роста поступления, показывающие, какими *были бы* поступления в период t , если бы темпы роста оставались неизменными с предыдущего периода, были рассчитаны как $R_t(\text{рост}_{t-1}) = \hat{\alpha}_R + \hat{\beta}_R \cdot \text{рост}_{t-1} + \hat{\gamma}_R \cdot \text{тренд}_t + \hat{u}_t$. Скорректированные с учетом колебаний роста первичные расходы были рассчитаны аналогичным образом как $G_t(\text{рост}_{t-1}) = \hat{\alpha}_E + \hat{\beta}_E \cdot \text{рост}_{t-1} + \hat{\gamma}_E \cdot \text{тренд}_t + \hat{e}_t$. Показатель первичного сальдо, которое сложилось бы в период t , если бы темпы роста были равны темпам в период $t-1$, $B(P_t, E_{t-1})$, затем может быть рассчитан как $R_t(\text{рост}_{t-1}) - G_t(\text{рост}_{t-1})$. Фактическое первичное сальдо в предыдущий период, $B(P_{t-1}, E_{t-1})$, просто равно $R_{t-1} - G_{t-1}$. Последний шаг в построении показателя бюджетного стимула заключается в получении разницы между

скорректированным с учетом колебаний роста показателем для первичного сальдо в период t и первичным сальдо в предыдущий период:

$$\begin{aligned} \text{Стимул}_t &= [R_t(\text{рост}_{t-1}) - G_t(\text{рост}_{t-1})] \\ &\quad - [R_{t-1} - G_{t-1}] \\ &= (\hat{\gamma}_R - \hat{\gamma}_E) + (\hat{u}_t - \hat{u}_{t-1}) \\ &\quad - (\hat{e}_t - \hat{e}_{t-1}). \end{aligned}$$

Следует отметить, что, хотя можно ожидать, что \hat{u}_t и \hat{e}_t не коррелированы с y_t , \hat{u}_{t-1} и \hat{e}_{t-1} коррелированы с y_t .

Регрессионный анализ

Регрессии динамической панели были составлены с использованием формулы оценки Ареллано–Бонда³⁸.

Представленные в таблице 5.4 мультипликаторы были выведены из результатов регрессий, показанных в таблице 5.6 (с использованием основанного на эластичности показателя бюджетного стимула) и таблице 5.7 (с использованием основанного на регрессии показателя бюджетного стимула). Следует отметить, что отрицательное изменение показателя Бланшара, поскольку он основан на первичном сальдо, указывает на бюджетный стимул, и поэтому отрицательный коэффициент свидетельствует о том, что бюджетный стимул обычно положительно влияет на рост реального ВВП. Положительный коэффициент в случае бюджетного стимула только со стороны расходов или отрицательный коэффициент в случае бюджетного стимула только со стороны поступлений свидетельствует о положительном воздействии на рост.

³⁸Были проделаны также пробные расчеты с использованием регрессий с одним уравнением для отдельных стран. В большинстве случаев полученные результаты не были значимыми, что указывает на то, что в короткой временной выборке не было достаточных колебаний, для того чтобы можно было надлежащим образом дифференцировать влияние бюджетного стимула на рост выпуска продукции.

Таблица 5.6. Дискреционная налогово-бюджетная политика и рост: результаты регрессии, включающей формулу оценки динамической панели Ареллано–Бонда, при использовании основанного на эластичности показателя бюджетного стимула¹

Переменные на правой стороне	Базисная спецификация	Различия между странами, страны с разв. эконом.	Различия между страна-ми, страны с форм. рынком	Спады	Компоненты	Компоненты, страны с развитой экономикой	Компоненты, страны с форм. рынком
Рост реального ВВП							
Лаг1	0,36 (4,18)	0,53 (8,11)	0,33 (3,11)	0,42 (7,21)	0,37 (4,08)	0,53 (8,52)	0,31 (2,87)
Лаг2	-0,01 (-0,15)	-0,04 (-0,85)	0,06 (1,11)	0,11 (2,83)	0,02 (0,49)	-0,04 (-0,67)	0,08 (1,47)
Изменения скорректир. с учетом циклич. колебаний первичного сальдо (dCAPB)							
Лаг1	0,14 (3,03)	0,01 (0,28)	0,13 (2,01)	...	...	...	...
Лаг2	0,13 (3,78)	0,05 (0,90)	0,12 (3,44)	...	...	...	...
Изменения скорректир. с учетом циклич. колебаний первичных расходов							
Лаг1	0,13 (1,34)	-0,09 (-0,83)	0,20 (1,59)
Изменения поступлений							
Лаг1	-0,21 (-3,42)	-0,35 (-3,97)	-0,23 (-3,35)
Лаг2	0,05 (1,10)	0,02 (0,29)	0,03 (0,49)
Нейтральная фиктивная переменная × положит. бюдж. стимул × dCAPB							
Лаг1	-0,35 (-2,84)	...	...	...
Лаг2	-0,15 (-1,45)	...	...	...
Нейтральная фиктивная переменная × отрицат. бюдж. стимул × dCAPB							
Лаг1	0,10 (1,13)	...	...	...
Лаг2	-0,06 (-0,71)	...	...	...
Фиктивная переменная спада × положит. бюдж. стимул × фиктивная переменная высокого уровня долга × dCAPB							
Лаг1	0,19 (1,82)	...	...	...
Лаг2	0,13 (1,74)	...	...	...
Фиктивная переменная спада × положит. бюдж. стимул × фиктивная переменная высокого уровня долга × dCAPB							
Лаг1	1,75 (2,36)	...	...	...
Лаг2	-0,30 (-0,54)	...	...	...
Фиктивная переменная спада × отрицат. бюдж. стимул × фиктивная переменная высокого уровня долга × dCAPB							
Лаг1	-0,51 (-0,98)	...	...	...
Лаг2	0,96 (3,59)	...	...	...
Фиктивная переменная спада × отрицат. бюдж. стимул × фиктивная переменная высокого уровня долга × dCAPB							
Лаг1	-0,50 (-3,60)	...	...	...
Лаг2	-0,42 (-2,19)	...	...	...
Фиктивная переменная спада × отрицат. бюдж. стимул × фиктивная переменная высокого уровня долга × dCAPB							
Лаг1	-0,44 (-2,05)	...	...	...
Лаг1	0,44 (1,98)	...	...	...

Таблица 5.6 (окончание)

Переменные на правой стороне	Базисная спецификация	Различия между странами с разв. эконом.	Различия между странами с форм. рынком	Спады	Компоненты	Компоненты, страны с разв. эконом.	Компоненты, страны с форм. рынком
Лаг2				0,15 (1,59)			
Фиктивная переменная спада × отрицат. бюдж. стимул × фиктивная переменная низкого уровня долга × dCAPB	...	...	...	-0,52 (-3,75)	...	...	...
Лаг1	...	...	...	0,50 (2,39)	...	...	...
Лаг2	...	...	...	0,21 (1,65)	...	...	...
Фиктивная переменная сильного спада × положит. бюдж. стимул × dCAPB	...	...	...	0,00 (0,00)	...	...	...
Лаг1	...	...	...	-0,80 (-4,76)	...	...	...
Лаг2	...	...	...	0,84 (4,00)	...	...	...
Фиктивная переменная сильного спада × отрицат. бюдж. стимул × dCAPB	...	...	...	0,28 (1,53)	...	...	...
Лаг1	...	...	...	0,00 (0,00)	...	...	...
Лаг2	...	...	...	0,57 (3,63)	...	...	...
Фиктивная переменная подъема × положит. бюдж. стимул × dCAPB	...	...	...	-0,80 (-4,76)	...	...	...
Лаг1	...	...	...	0,84 (4,00)	...	...	...
Лаг2	...	...	...	0,28 (1,53)	...	...	...
Фиктивная переменная подъема × отрицат. бюдж. стимул × dCAPB	...	...	...	0,57 (3,63)	...	...	...
Лаг1	...	...	...	-0,86 (-3,95)	...	...	...
Лаг2	...	...	...	-0,57 (-3,10)	...	...	...
Рост реальной ден. массы	0,04 (1,67)	0,02 (0,95)	0,07 (2,16)	0,05 (1,94)	0,05 (1,96)	0,02 (1,13)	0,07 (2,16)
Лаг1	0,02 (0,91)	0,01 (0,46)	0,03 (1,02)	-0,01 (-0,46)	0,02 (0,90)	0,01 (1,35)	0,03 (1,17)
Лаг2	-0,02 (-1,30)	0,00 (0,22)	-0,02 (-1,05)	-0,02 (-1,02)	-0,02 (-1,17)	0,00 (-0,23)	-0,02 (-1,18)
Размер гос. сектора	-0,03 (-1,97)	-0,01 (-0,99)	-0,04 (-1,56)	-0,02 (-2,16)	-0,03 (-1,88)	-0,02 (-1,55)	-0,04 (-1,45)
Взвешен. по торговле эконом. рост торговых партнеров	0,35 (2,06)	0,10 (0,71)	0,42 (1,81)	0,17 (1,37)	0,33 (1,96)	-0,01 (-0,06)	0,44 (1,77)
Фиктивная переменная EMU ²	-0,80 (-2,35)	-0,13 (-0,50)	...	-0,67 (-2,50)	-0,78 (-2,58)	-0,12 (-0,47)	...
Число наблюдений	796	487	309	650	796	487	309
Число стран	40	21	19	40	40	21	19
Значение p для теста Саргана ограничений переопределен.	0,000	0,000	0,003	0,000	0,000	0,011	0,002
Значение p для теста Хансена ограничений переопределен.	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Значение p для теста отсутствия серийной корреляции второго порядка	0,811	0,270	0,868	0,010	0,606	0,242	0,845

¹Зависимой переменной является рост реального ВВП. Все регрессии также включали набор фиктивных переменных времени.

²EMU — Европейский валютный союз.

Таблица 5.7. Дискреционная налогово-бюджетная политика и рост: результаты регрессии, включающей формулу оценки динамической панели Ареллано–Бонда, при использовании основанного на регрессии показателя бюджетного стимула¹

Переменные на правой стороне	Базисная спецификация	Различия между странами, страны с разв. эконом.	Различия между странами, страны с форм. рынком	Спады	Компоненты	Компоненты, страны с разв. экономикой	Компоненты, страны с форм. рынком
Рост реального ВВП							
Лаг1	0,37 (3,86)	0,54 (8,09)	0,30 (2,67)	0,43 (7,10)	0,38 (3,73)	0,56 (7,58)	0,29 (2,51)
Лаг2	-0,03 (-0,71)	-0,01 (-0,18)	0,04 (0,83)	0,12 (3,04)	-0,03 (-0,68)	-0,01 (-0,25)	0,05 (0,86)
Изменения скорректир. с учетом циклич. колебаний первичного сальдо (dCAPB)							
Лаг1	0,04 (0,79)	-0,14 (-3,18)	0,08 (1,25)	...	...	...	...
Лаг2	0,06 (1,89)	-0,02 (-0,33)	0,10 (2,00)	...	...	...	...
Изменения скорректир. с учетом циклич. колебаний первичных расходов							
Лаг1	...	...	...	...	0,06 (0,84)	0,15 (2,27)	0,08 (0,87)
Лаг2	...	...	...	...	-0,05 (-1,13)	0,13 (2,89)	-0,14 (-1,78)
Изменения поступлений							
Лаг1	...	...	...	...	-0,06 (-1,62)	-0,01 (-0,20)	-0,12 (-1,77)
Лаг2	...	...	...	...	-0,10 (-1,87)	-0,01 (-0,17)	-0,13 (-1,90)
Нейтральная фиктивная переменная × положит. бюдж. стимул × dCAPB							
Лаг1	...	...	...	-0,39 (-3,15)	...	...	...
Лаг2	...	...	...	0,08 (0,79)	...	...	...
Нейтральная фиктивная переменная × отрицат. бюдж. стимул × dCAPB							
Лаг1	...	...	...	0,07 (0,51)	...	...	...
Лаг2	...	...	...	0,03 (0,31)	...	...	...
Фиктивная переменная спада × положит. бюдж. стимул × фиктивная переменная высокого уровня долга × dCAPB							
Лаг1	...	...	...	1,05 (2,58)	...	...	...
Лаг2	...	...	...	-0,37 (-1,12)	...	...	...
Фиктивная переменная спада × положит. бюдж. стимул × фиктивная переменная низкого уровня долга × dCAPB							
Лаг1	...	...	...	-0,38 (-1,54)	...	...	...
Лаг2	...	...	...	0,65 (4,87)	...	...	...
Лаг1	...	...	...	-0,53 (-5,50)	...	...	...
Лаг2	...	...	...	-0,33 (-2,52)	...	...	...

Таблица 5.7 (окончание)

Переменные на правой стороне	Базисная спецификация	Различия между странами, страны с разв. эконом.	Различия между странами, страны с форм. рынком	Спады	Компоненты	Компоненты, страны с разв. экономикой	Компоненты, страны с форм. рынком
Фиктивная переменная спада × отрицат. бюдж. стимул × фиктивная переменная высокого уровня долга × dCAPB	...	...	...	-0,40	...	...	...
Лаг1	...	...	...	(-1,93)	...	...	...
Лаг2	...	...	...	0,34	...	...	...
	...	...	...	(1,87)	...	...	...
	...	...	...	0,14	...	...	...
	...	...	...	(1,29)	...	...	...
Фиктивная переменная спада × отрицат. бюдж. стимул × фиктивная переменная низкого уровня долга × dCAPB	...	...	...	-0,46	...	...	...
Лаг1	...	...	...	(-3,24)	...	...	...
Лаг2	...	...	...	0,30	...	...	...
	...	...	...	(1,29)	...	...	...
	...	...	...	0,21	...	...	...
	...	...	...	(1,69)	...	...	...
Фиктивная переменная подъема × положит. бюдж. стимул × dCAPB	...	...	...	-0,91	...	...	...
Лаг1	...	...	...	(-4,59)	...	...	...
Лаг2	...	...	...	0,86	...	...	...
	...	...	...	(3,67)	...	...	...
	...	...	...	0,19	...	...	...
	...	...	...	(0,84)	...	...	...
Фиктивная переменная подъема × отрицат. бюдж. стимул × dCAPB	...	...	...	0,57	...	...	...
Лаг1	...	...	...	(4,27)	...	...	...
Лаг2	...	...	...	-0,91	...	...	...
	...	...	...	(-5,62)	...	...	...
	...	...	...	-0,37	...	...	...
	...	...	...	(-2,04)	...	...	...
Рост реальной денежной массы	0,05	0,02	0,07	0,05	0,06	0,02	0,08
Лаг1	(1,92)	(1,06)	(2,41)	(1,92)	(2,19)	(1,11)	(2,65)
Лаг2	0,01	0,01	0,03	-0,01	0,01	0,01	0,03
	(0,83)	(0,50)	(1,03)	(-0,43)	(0,85)	(0,50)	(0,99)
	-0,02	0,00	-0,02	-0,02	-0,02	0,00	-0,02
	(-1,37)	(0,15)	(-0,97)	(-1,03)	(-1,34)	(0,27)	(-0,94)
Размер государственного сектора	-0,04	-0,01	-0,04	-0,02	-0,04	-0,01	-0,04
	(-2,44)	(-1,00)	(-1,62)	(-2,26)	(-2,17)	(-0,97)	(-1,36)
Взвешен. по торговле эконом. рост торговых партнеров	0,34	0,08	0,40	0,16	0,35	0,08	0,43
Лаг1	(1,93)	(0,60)	(1,77)	(1,29)	(1,93)	(0,54)	(1,69)
Лаг2	-0,79	-0,19		-0,71	-0,82	-0,19	...
	(-2,28)	(-0,80)		(-2,61)	(-2,50)	(-0,83)	...
Число наблюдений	796	487	309	650	796	487	309
Число стран	40	21	19	40	40	21	19
Значение p для теста Саргана ограничений переопределенности	0,000	0,000	0,001	0,000	0	0,004	0,003
Значение p для теста Хансена ограничений переопределенности	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Значение p для теста отсутствия серийной корреляции второго порядка	0,790	0,254	0,758	0,019	0,739	0,428	0,641

¹Зависимой переменной является рост реального ВВП. Все регрессии также включали набор фиктивных переменных времени.

Литература

- Andrés, Javier, Rafael Doménech, and Antonio Fatás, 2008, “The Stabilizing Role of Government Size,” *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol. 32 (February), pp. 571–93.
- Balassone, Fabrizio, and Manmohan S. Kumar, 2007, “Cyclicality of Fiscal Policy,” in *Promoting Fiscal Discipline*, ed. by Manmohan S. Kumar and Teresa Ter-Minassian (Washington: International Monetary Fund).
- Ball, Laurence, 1997, “A Proposal for the Next Macroeconomic Reform,” *Victoria Economic Commentaries*, Vol. 14 (March), pp. 1–7.
- Barro, Robert J., 1974, “Are Government Bonds Net Wealth?” *Journal of Political Economy*, Vol. 82 (November–December), pp. 1095–1117.
- Blanchard, Olivier, and Roberto Perotti, 2002, “An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Changes in Government Deficit and Taxes on Output,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117 (November), pp. 1329–68.
- Blinder, Alan S., 1981, “Temporary Income Taxes and Consumer Spending,” *Journal of Political Economy*, Vol. 89 (February), pp. 26–53.
- , 2006, “The Case Against the Case Against Discretionary Fiscal Policy,” in *The Macroeconomics of Fiscal Policy*, ed. by Richard W. Kopcke, Geoffrey M.B. Tootell, and Robert K. Triest (Cambridge, Massachusetts: The MIT Press).
- Calmfors, Lars, 2003, “Fiscal Policy to Stabilise the Domestic Economy in the EMU: What Can We Learn from Monetary Policy?” *CESifo Economic Studies*, Vol. 49, No. 3, pp. 319–53.
- Chung, Hess, and Eric M. Leeper, 2007, “What Has Financed Government Debt?” NBER Working Paper No. 13425 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Cimadomo, Jacopo, 2008, “Fiscal Policy in Real Time,” ECB Working Paper No. 919 (Frankfurt am Main: European Central Bank).
- Congressional Budget Office (CBO), 2008, “Options for Responding to Short-Term Economic Weakness,” Congressional Budget Office Paper (Washington).
- Debrun, Xavier, David Hauner, and Manmohan S. Kumar, 2008, “The Role for Fiscal Agencies,” in *The Quality of Public Finances: Findings of the Economic Policy Committee-Working Group (2004–2007)*, ed. by Servaas Deroose and Christian Kastrop, Occasional Paper 37 (Brussels: Directorate-General for Economic and Financial Affairs, European Commission).
- Edelberg, Wendy, Martin Eichenbaum, and Jonas D.M. Fisher, 1999, “Understanding the Effects of a Shock to Government Purchases,” *Review of Economic Dynamics*, Vol. 2 (January), pp. 166–206.
- Fatás, Antonio, and Ilian Mihov, 2001, “The Effects of Fiscal Policy on Consumption and Employment: Theory and Evidence,” CEPR Discussion Paper No. 2760 (London: Centre for Economic Policy Research).
- Faust, Jon, John H. Rogers, and Jonathan Wright, 2005, “News and Noise in G-7 GDP Announcements,” *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 37 (June), pp. 403–19.
- Favero, Carlo, and Francesco Giavazzi, 2007, “Debt and the Effects of Fiscal Policy,” NBER Working Paper No. 12822 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Galí, Jordi, 1994, “Government Size and Macroeconomic Stability,” *European Economic Review*, Vol. 38 (January), pp. 117–32.
- , 2006, “Fluctuating Macro Policies and the Fiscal Theory of the Price Level: Comment,” in *NBER Macroeconomic Annual 2006* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press), pp. 299–305.
- , J. David López-Salido, and Javier Vallés, 2007, “Understanding the Effects of Government Spending on Consumption,” *Journal of the European Economic Association*, Vol. 5 (March) pp. 227–70.
- Galí, Jordi, and Roberto Perotti, 2003, “Fiscal Policy and Monetary Integration in Europe,” *Economic Policy*, Vol. 37 (October), pp. 533–72.
- Jaeger, Albert, and Ludger Schuknecht, 2007, “Boom-Bust Phases in Asset Prices and Fiscal Policy Behavior,” *Emerging Markets Finance and Trade*, Vol. 43 (November), pp. 45–66.
- Johnson, David S., Jonathan A. Parker, and Nicholas S. Souleles, 2006, “Household Expenditure and the Income Tax Rebates of 2001,” *American Economic Review*, Vol. 96 (December), pp. 1589–610.
- Kaminsky, Graciela L., Carmen M. Reinhart, and Carlos A. Végh, 2004, “When It Rains, It Pours: Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies,” NBER Working Paper No. 10780 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Krogstrup, Signe, 2002, “Should We Pay Attention to Indicators of Fiscal Impact on Demand?” HEI Working Paper No. 01/2002 (Geneva: Graduate Institute of International Studies).

- Kumhof, Michael, and Douglas Laxton, 2008, "The Global Integrated Monetary Fiscal Model" (unpublished; Washington: International Monetary Fund).
- Leigh, Daniel, and Sven Jari Stehn, forthcoming, "Fiscal and Monetary Policy during Downturns: Evidence from the G7," Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Modigliani, Franco, and Charles Steindel, 1977, "Is a Tax Rebate an Effective Tool for Stabilization Policy?" *Brookings Papers on Economic Activity: 1*, Brookings Institution, pp. 175–209.
- Mountford, Andrew, and Harald Uhlig, 2002, "What Are the Effects of Fiscal Policy Shocks?" CEPR Discussion Paper No. 3338 (London: Centre for Economic Policy Research).
- Musgrave, Richard A., 1959, *The Theory of Public Finance: A Study in Public Economy* (New York: McGraw-Hill).
- Organization for Economic Cooperation and Development, *Monthly Economic Indicators* (Paris, various issues).
- Perotti, Roberto, 2007, "In Search of the Transmission Mechanism of Fiscal Policy," NBER Working Paper No. 13143 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Ramey, Valerie A., 2008, "Identifying Government Spending Shocks: It's All in the Timing" (unpublished).
- , and Matthew D. Shapiro, 1998, "Costly Capital Reallocation and the Effects of Government Spending," *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. 48 (June), pp. 145–94.
- Ravn, Morten O., and Harald Uhlig, 2002, "On Adjusting the Hodrick-Prescott Filter for the Frequency of Observations," *Review of Economics and Statistics*, Vol. 84 (May), pp. 371–76.
- Romer, Christina D., and David H. Romer, 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).
- Seidman, Laurence S., 2003, *Automatic Fiscal Policies to Combat Recessions* (Armonk, New York: M.E. Sharpe).
- Shapiro, Matthew D., and Joel B. Slemrod, 2002, "Did the 2001 Tax Rebate Stimulate Spending? Evidence from Taxpayer Surveys," NBER Working Paper No. 9308 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Solow, Robert M., 2005, "Rethinking Fiscal Policy," *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 21 (Winter), pp. 509–14.
- Talvi, Ernesto, and Carlos A. Végh, 2000, "Tax Base Variability and Procyclical Fiscal Policy," NBER Working Paper No. 7499 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Taylor, John B., 2000, "Reassessing Discretionary Fiscal Policy," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 14 (Summer), pp. 21–36.

В настоящей главе делается попытка объяснить различия в состоянии счетов текущих операций между странами с формирующимся рынком в Азии и Европе. Финансовая либерализация и интеграция в ЕС выделяются в качестве главных факторов образования крупных и стойких дефицитов в странах Европы с формирующимся рынком, но указывается, что риски их внезапного исчезновения вызывают опасение. В отличие от этого в странах Азии с формирующимся рынком образованию профицитов способствует меньшая степень либерализации операций с капиталом и финансовых секторов. Однако причины этих профицитов остаются во многом не выясненными, в связи с чем возникают вопросы относительно роли обменных курсов и стремления некоторых стран накопить повышенные уровни резервов после азиатского кризиса.

По сравнению с началом 1990-х годов в последние годы стали намного заметнее различия в состоянии сальдо счетов текущих операций между разными странами с формирующимся рынком, особенно между такими странами в Азии и Европе¹. В большинстве стран Азии с формирующимся рынком (особенно после кризиса 1997–1998 годов), а также в странах Ближнего Востока и некоторых странах-членах Содружества Независимых Государств отмечаются крупные профициты счета текущих операций, а крупные дефициты счета текущих операций наблюдаются, главным образом, в странах Европы с формирующимся рынком и других странах, таких как Вьетнам, Иордан, Пакистан, Турция,

Основными авторами настоящей главы являются Стивен Дэннингер и Флоренс Жомотт. Консультативную помощь в ее подготовке оказали Джошуа Айзенман и Кристофер Мейсснер, а помощь в проведении исследований — Стефани Денис и Пэтрик Хеттингер. Общее руководство при подготовке главы осуществлял Джонатан Остри.

¹В определение стран Азии с формирующимся рынком включаются новые индустриальные страны Азии (САР Гонконг, Корея, Сингапур и Тайвань, провинция Китая), «азиатские тигры» (Индонезия, Малайзия, Таиланд и Филиппины), Китай и другие страны Азии (Вьетнам, Индия, Пакистан и Шри-Ланка). К странам Европы с формирующимся рынком относятся страны Центральной Европы (Венгрия, Польша, Словацкая Республика, Словения и Чешская Республика), страны Юго-Восточной Европы (Албания, Болгария, БЮР Македония, Румыния и Хорватия) и страны Балтии (Латвия, Литва и Эстония).

Южная Африка, а также в ряде стран Центральной Америки и Карибского региона. Дефициты счетов текущих операций в странах Латинской Америки и Африки оставались в среднем умеренными. Следует отметить, что независимо от состояния счета текущих операций практически все эти страны с формирующимся рынком добились высоких темпов развития экономики.

В связи с различиями в состоянии счетов текущих операций между странами с формирующимся рынком в Азии и Европе вновь оживились уже давно ведущиеся дебаты по поводу связи между экономическим развитием и потоками капитала — парадокса Лукаса (Lucas, 1990). Теория предсказывает, что рост экономики должен приводить к образованию дефицита счета текущих операций в силу двух причин. С одной стороны, быстрый рост и приносимые им возможности для прибыльных инвестиций должны сделать страну привлекательной для иностранного капитала. С другой стороны, для людей, желающих выровнять динамику своего потребления во времени, перспектива сохранения высоких темпов роста экономики должна служить основанием для увеличения потребления сегодня, поскольку можно рассчитывать на дальнейшее увеличение дохода и потребления в будущем. Традиционная точка зрения о том, что капитал «перетекает» в страны с высокими показателями роста, по-видимому, верна для стран Европы с формирующимся рынком, однако представляется, что для стран Азии с формирующимся рынком в период после 1997–1998 годов справедливо противоположное.

Два указанных различия могут иметь разные последствия и для макроэкономической стабильности. Путь, по которому идут азиатские страны, сочетающие быстрый рост экономики с профицитами счета текущих операций, может представляться более безопасным, по крайней мере с точки зрения внешней уязвимости². Однако период, в течение которого может сохраняться устойчивый рост на основе экспорта, имеет свои пределы, особенно если он связан с низким обменным курсом, ввиду рисков неэффективного распределения капитала, перегрева экономики и усиления инфля-

²С другой стороны, крупные профициты счета текущих операций могут оборачиваться издержками в плане снижения роста и/или благосостояния, однако этот вопрос в настоящей главе не рассматривается.

ции. В противоположность этому, хотя устойчивые дефициты счета текущих операций способствуют чрезмерному потреблению и могут быть уязвимы в случае «внезапного прекращения» финансовых потоков, это не означает, что их корректировка будет происходить внезапным образом, если они отражают выравнивание потребления или финансирование производительных инвестиций в периоды высокого роста, как следует из теории (см., например, Ghosh and Ostry, 1995; и Ostry, 1997).

С учетом вышеуказанного в настоящей главе более обстоятельно рассматриваются факторы, лежащие в основе недавних расхождений в состоянии счетов текущих операций между различными странами с формирующимся рынком, и делается попытка оценить их устойчивость³. Одной из главных целей анализа является, в частности, объяснение различий между азиатскими и европейскими странами с формирующимся рынком, а также поиск ответов на следующие вопросы.

- Какими компонентами счета текущих операций и финансового счета объясняются недавние тенденции, свойственные странам с формирующимся рынком из разных регионов? Какие изменения происходили в сфере сбережений и инвестиций? Каков этот опыт по сравнению с предыдущими эпизодами ускорения роста, в том числе в период формирования сегодняшних стран с развитой экономикой?
- Чем объясняются различные конфигурации связей между ростом и сальдо счета текущих операций в странах с формирующимся рынком? Связаны ли они с временными экономическими шоками, макроэкономической политикой или структурными факторами? Например, какую роль играют финансовая либерализация, барьеры для доступа к иностранному капиталу и обменный курс?
- Не является ли продолжительность существования современных крупных дисбалансов необычно большой в сравнении с предыдущими эпизодами профицитов и дефицитов счета текущих операций? Как долго они будут сохраняться? Зависит ли от конкретных факторов или мер политики (например, от увеличения экспорта или курсового режима) то, насколько плавно или, наоборот, внезапно будет проходить их корректировка?

В главе делается вывод о том, что межрегиональные различия во многом объясняются действием

³См. дополнительный анализ глобальных дисбалансов в разных выпусках «Перспектив развития мировой экономики» (апрель 2005, сентябрь 2005, апрель 2006, апрель 2007 и октябрь 2007 годов).

структурных факторов, а также приводятся некоторые доводы в поддержку традиционных представлений о том, что перспективы быстрого роста экономики способствуют привлечению иностранного капитала и ухудшению состояния сальдо счета текущих операций. В странах Европы с формирующимся рынком главными факторами образования крупных дефицитов счета текущих операций являются либерализация финансового сектора и процесс интеграции в ЕС. В странах Азии с формирующимся рынком структурные факторы также играют определенную роль. Низкие уровни чистого притока капитала связаны с меньшей степенью либерализации операций с капиталом и финансового сектора, демографическими особенностями (более молодое население) и различиями в политической структуре. Однако действием этих факторов можно объяснить только некоторую часть профицитов счетов текущих операций в этих странах. Остальная часть этих профицитов явно связана с низкими обменными курсами и накоплением значительных объемов резервов. Тем не менее сложно установить, что стоит за этими переменными — преднамеренные меры политики или другие неуставленные базовые факторы, приведшие к улучшению состояния счетов текущих операций и снижению обменных курсов в период после азиатского кризиса 1997–1998 годов.

В сравнении с прошлыми эпизодами дефицита в странах Европы с формирующимся рынком представляются особенно крупными и длительными. Не менее необычными для стран с формирующимся рынком выглядят и длительные профициты в странах Азии с формирующимся рынком, например, в Китае и Малайзии. Исходя из прошлого опыта, чрезвычайно долгие периоды существования дефицитов в странах Европы с формирующимся рынком можно в определенной мере объяснить наличием перспектив быстрого роста, высокой степенью либерализации операций с капиталом, финансовой либерализацией и высокими исходными уровнями чистых иностранных активов. Однако длительность этих эпизодов, как правило, уже приближается к верхнему ожидаемому пределу, что порождает сомнения в их устойчивости. В настоящей главе делается вывод о том, что к числу факторов, способных положить внезапный конец существованию этих дефицитов, относятся режимы фиксированного обменного курса и открытость для движения капитала стран региона.

Глава построена следующим образом: в следующем разделе исследуются особенности динамики счетов текущих операций в странах с развивающимся рынком на основе анализа изменений состояния счета текущих операций, финансового счета

и баланса сбережений и инвестиций. После этого на основе эмпирических данных определяются основные экономические факторы возникновения дисбалансов по счетам текущих операций, причем в центре внимания вновь находятся страны с формирующимся рынком в Азии и Европе. Затем следует раздел, в котором длительность современных дисбалансов рассматривается в исторической перспективе и анализируются факторы, определяющие продолжительность эпизодов существования дисбалансов. В заключительном разделе приводятся некоторые предложения о мерах политики.

Особенности динамики счетов текущих операций в странах с формирующимся рынком в последнее время

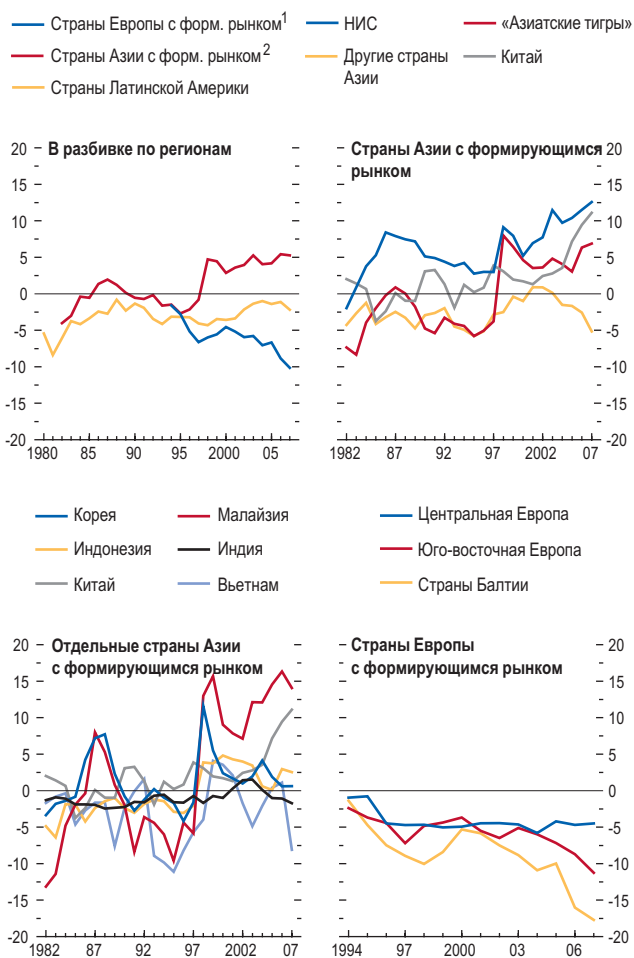
В отличие от середины 1990-х годов, когда небольшие дефициты счета текущих операций были характерны для стран с формирующимся рынком всех регионов, сегодня все шире становятся различия в состоянии счетов текущих операций между странами с формирующимся рынком из разных регионов (рис. 6.1). В частности, в странах Азии с формирующимся рынком наблюдаются крупные и все увеличивающиеся профициты счета текущих операций, размер которых составлял порядка 5 процентов ВВП в 2007 году, а в странах Европы с формирующимся рынком сохраняются крупные и постоянно увеличивающиеся дефициты счета текущих операций, составлявшие в среднем 10 процентов ВВП в 2007 году. В большинстве других групп стран (в Латинской Америке и в группе, состоящей из других стран с формирующимся рынком) наблюдаются умеренные дефициты или незначительные профициты счета текущих операций. В странах-экспортерах нефти также отмечаются крупные профициты счета текущих операций, но их образование связано с особыми обстоятельствами стран, зависящих от невозобновляемых ресурсов (эти страны анализируются отдельно во вставке 6.1). Эти страны были исключены из приводимого ниже эмпирического анализа на том основании, что сальдо счета текущих операций в этих странах по-иному реагирует на экономические детерминанты, а поведение в сфере сбережений и инвестиций определяется другими соображениями (такими как размер резервов).

В группе стран Азии с формирующимся рынком характер динамики также неоднороден, в некоторых из них отмечаются стойкие крупные профициты, в других — значительные дефициты. Совокупные профициты для региона в целом в разное время

Рисунок 6.1 Характер различий в состоянии сальдо счетов текущих операций

(В процентах ВВП; арифметическое среднее)

Растущие различия в дисбалансах счетов текущих операций между странами с формирующимся рынком являются результатом общего сдвига в сторону более продолжительных дефицитов в странах Европы с формирующимся рынком и менее единообразного перехода к профицитам в странах Азии вслед за азиатским кризисом, который вначале характеризовался значительным улучшением состояния сальдо в странах «азиатских тигров» и Корею, а в последнее время образованием крупных профицитов в Малайзии и Китае.



Источники: МВФ: «Статистика платежного баланса» и расчеты персонала МВФ.

¹К странам Европы с формирующимся рынком относятся страны Центральной Европы (Венгрия, Польша, Словацкая Республика, Словения и Чешская Республика), страны юго-восточной Европы (Албания, Болгария, БЮР Македония, Румыния и Хорватия) и страны Балтии (Латвия, Литва и Эстония).

²К странам Азии с формирующимся рынком относятся новые индустриальные страны Азии (НИС — Корея, САР Гонконг, Сингапур и Тайвань, провинция Китая) «азиатские тигры» (Индонезия, Малайзия, Таиланд и Филиппины), Китай и другие страны Азии (Вьетнам, Индия, Пакистан и Шри-Ланка).

Вставка 6.1. Детерминанты счета текущих операций для стран-экспортеров нефти

Профициты счета текущих операций стран-экспортеров нефти значительно увеличились за последние несколько лет, по мере резкого повышения цен на нефть. В среднем сальдо счета текущих операций экспортеров нефти возросло с менее 4 процентов ВВП до более 13 процентов в период с 2002 по 2007 год (первый рисунок). За этот же период сумма счетов текущих операций этих стран возросла с менее 90 млрд долларов (0,3 процента мирового ВВП) до почти 500 млрд долларов (0,9 процента мирового ВВП). Прогнозируется дальнейший рост этих профицитов в 2008 году в результате резкого повышения цен на нефть¹.

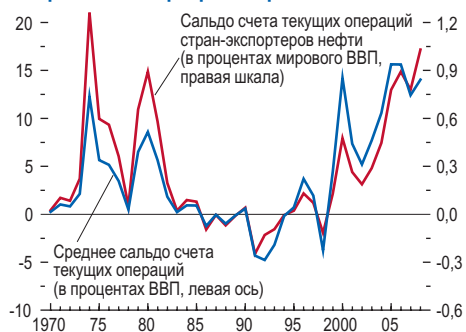
В настоящей вставке рассматриваются среднесрочные детерминанты сальдо счета текущих операций для экспортеров нефти и их отличия и сходство с детерминантами в других странах. Используется метод так называемого макроэкономического равновесия (МР), основанный на равновесном отношении между сальдо счета текущих операций и набором основных экономических показателей (измеряемых, когда это уместно, при помощи разницы со средними значениями

торговых партнеров). Эти основные экономические показатели включают такие переменные, как бюджетное сальдо, демографические данные, нефтяной баланс и экономический рост, которые все являются устойчивыми детерминантами сальдо счета текущих операций (Lee and others, 2008).

Прежде чем перейти к регрессионному анализу, полезно выделить три макроэкономических аспекта, которые значительно отличают экспортеров нефти от остального мира.

- Счета внешних операций стран-экспортеров нефти подвержены резким колебаниям, поскольку степень диверсификации экспорта этих стран, по определению, относительно низка, а ценам на нефть присущи резкие колебания. Такая изменчивость непосредственно выражается в усилении изменчивости их условий торговли и счетов текущих операций в процентах ВВП (второй рисунок).
- На бюджетное сальдо в странах-экспортерах нефти в основном обычно влияет амплитуда колебаний бюджетных доходов, связанных с экспортом нефти², и поэтому присутству-

Поведение счета текущих операций в странах-экспортерах нефти



Источники: МВФ, Статистика платежного баланса, расчеты персонала МВФ.

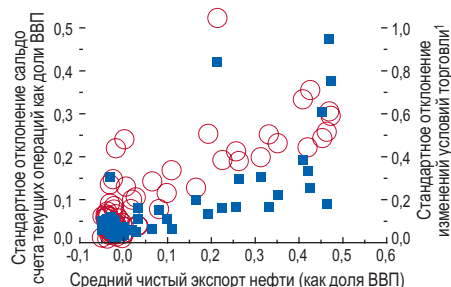
Основными авторами настоящей сноски являются Рудольфс Бемс и Иринеу де Карвальо Фильо.

¹К экспортерам нефти относятся Азербайджан, Алжир, Ангола, Бахрейн, Боливарианская Республика Венесуэла, Габон, И.Р. Иран, Йеменская Республика, Казахстан, Катар, Кувейт, Ливия, Нигерия, Норвегия, Оман, Республика Конго, Россия, Саудовская Аравия, Сирийская Арабская Республика, Туркменистан, Объединенные Арабские Эмираты, Эквадор и Экваториальная Гвинея.

Зависимость от нефти и изменчивость, 1970–2006 годы

■ Стандартное отклонение сальдо счета текущих операций ○ Стандартное отклонение изменений условий торговли¹

Счет текущих операций и условия торговли



Источник: расчеты персонала МВФ.

¹Условия торговли товарами и услугами.

²Наряду с другими источниками доходов, к доходам, связанным с нефтью, относятся роялти за разведку нефти, налоги на экспорт, налоги на доходы корпораций нефтяных компаний и дивиденды государственных нефтяных компаний.

ет тесная корреляция со счетом текущих операций, а также более значительная изменчивость по сравнению со странами, не являющимися экспортерами нефти.

- Поскольку источником нефтяных доходов является продажа невозобновляемого ресурса, трансферты от одного поколения другому играют важную роль в обеспечении справедливости для разных поколений³. В целях предотвращения резкого сокращения абсорбции с началом снижения экспорта нефти, страны стремятся накопить внешние активы и использовать доход от таких активов для компенсации уменьшающегося дохода от нефти. Такие трансферты важнее для стран, ожидающих истощения своих запасов невозобновляемых ресурсов в ближайшие несколько десятилетий.

В целях более официальной оценки детерминант счета текущих операций для экспортеров невозобновляемых ресурсов рассчитываются регрессии типа МР на базе работы, проделанной Lee и соавторами (2008). Экспортеры нефти включаются в основу со следующими допущениями: 1) сальдо ненефтяного бюджета принимается за релевантную бюджетную переменную для разделения воздействия нефтяных доходов и сальдо ненефтяного бюджета на счет текущих операций; 2) специальный коэффициент нефтяного баланса для экспортеров нефти, а также для экспортеров с более ограниченными резервами призван охватить трансферты между поколениями и отсроченную реакцию потребления и инвестиций на изменения в нефтяном доходе; 3) специальный коэффициент счета текущих операций с лагом для экспортеров нефти призван отразить различия в устойчивости. В анализ также вошли тесты на расхождения в других коэффициентах.

Результаты следует рассматривать с двумя важными оговорками. Во-первых, качество показателей за прошлые периоды для нескольких экспортеров нефти проблематично — в частности, измерение сальдо ненефтяного бюджета вызывает трудности, поскольку определение «нефтяного сектора» в разных странах неодинаково. Во-вторых, в ненефтяной сектор в странах-экспортерах нефти могут включаться виды деятельности, связанные с нефтью (такие как нефтехимия и производство удобрений). Из этого может вытекать

³См. работы Bems and de Carvalho Filho (2008) и Thomas, Kim, and Aslam (2008).

Детерминанты сальдо счета текущих операций в странах-экспортерах нефти

	Выборка МР 1970–2004	Все страны 1970–2004	Все страны 1970–2006
Козф. иждивенчества престарелых	–0,15***	–0,14*	–0,15
Прирост населения	–1,10**	–0,98	–1,29**
Рост объема производства	–0,20**	–0,19**	–0,15**
Условная переменная финансового центра	0,03***	0,03***	0,03***
Сальдо ненефтяного бюджета/ВВП	0,20***	0,20***	0,21***
Сальдо ненефтяного бюджета/ВВП (экспортеров нефти)		0,45**	0,50***
Относительный доход	0,02*	0,03**	0,02
Относительный доход, для экспортеров нефти		0,08***	0,08***
Изменчивость условий торговли	0,01	0,07*	0,08*
Нефтяное сальдо/ВВП	0,20***	0,28**	0,33***
Нефтяное сальдо/ВВП (экспортеров нефти)		0,49***	0,61***
Нефтяное сальдо/ВВП (экспортеров нефти, огранич. резервы)		0,59***	0,68***
Нефтяное сальдо с лагом/ВВП		–0,11	–0,16
Счет текущих операций с лагом	0,37***	0,38***	0,42***
Счет текущих операций с лагом (экспортеров нефти)		0,56***	0,59***
Наблюдения	359	430	483
R-квадрат	0,62	0,78	0,79

Источник: расчеты персонала МВФ.

Примечание. *, ** и *** обозначает, соответственно, значимость на уровне 10 процентов, 5 процентов и 1 процента.

более тесная связь между счетом текущих операций и ценами на нефть, чем можно было бы предположить на основе чистых продаж нефти, и, соответственно, более высокий положительный коэффициент нефтяного баланса в регрессии счета текущих операций.

Результаты регрессии в расширенной системе МР приводятся в таблице⁴. В первом столбце представлены коэффициенты подмножества развитых стран и стран с формирующимся рынком за исключением экспортеров нефти, кроме Норвегии, на основе

⁴Выборка регрессии не включает Анголу, Габон, Нигерию, Республику Конго и Экваториальную Гвинею, на основе среднего размера и ВВП на душу населения в период выборки.

Вставка 6.1 (окончание)

выборки, охватывающей 1973–2004 годы, в которой каждое наблюдение соответствует среднему значению за четыре года. Во втором и третьем столбце представлены результаты полной выборки стран (третий столбец добавляет 2005–2006 год в качестве дополнительного наблюдения). Расчетные коэффициенты обычно статистически и экономически значимы с ожидаемыми знаками и правдоподобными порядками величины. Кроме того, регрессия получается с очень хорошей аппроксимацией, особенно в свете того факта, что фиксированные страновые эффекты не включаются.

Рассматривая сначала переменные, оказывающие аналогичное влияние на сальдо счета текущих операций в обеих группах стран, расчеты показывают, что в воздействии коэффициента зависимости (отношения доли населения старше 65 лет к населению в возрасте от 30 до 64 лет), роста населения и роста ВВП на душу населения статистических и экономических различий между экспортерами и импортерами нефти нет. Более высокий коэффициент зависимости уменьшает сальдо счета текущих операций; повышение на один процентный пункт темпа роста населения по сравнению с торговыми партнерами снижает счет текущих операций приблизительно на 0,7–1,0 процент ВВП; повышение темпа роста ВВП на душу населения на один процентный пункт по сравнению с торговыми партнерами снижает счет текущих операций приблизительно на 0,2 процента ВВП.

Что касается воздействия других переменных на счет текущих операций, наблюдаются статистически и экономически значимые различия между экспортерами нефти и другими странами.

- Улучшение на один процентный пункт бюджетного (ненефтяного) сальдо ведет к росту на 0,4–0,5 процентного пункта сальдо счета текущих операций в процентах ВВП для экспортеров нефти и к росту приблизительно на 0,15 процентного пункта для других стран. Этот результат соответствует данным, согласно которым в менее развитых в финансовом отношении странах теснее связь между сальдо бюджета и сальдо счета текущих операций.
- Сальдо счета текущих операций в большей степени реагирует на нефтяной баланс в странах-экспортерах нефти, чем в странах-импортерах. Этот результат согласуется с понятием, согласно

которому, поскольку нефть является невозобновляемым ресурсом, склонность к сбережению непредвиденных доходов от цен на нефть сильнее. Кроме того, нефть обычно играет более центральную роль в странах-экспортерах нефти, чем в странах-импортерах, — в результате один и тот же шок цены на нефть подразумевает значительное изменение доходов для экспортеров нефти. С издержками корректировки потребления и инвестиций, реакция счета текущих операций на шок цен на нефть, вероятно, сильнее в странах-экспортерах нефти, по крайней мере в краткосрочной перспективе.

- Среди экспортеров нефти реакция счета текущих операций на нефтяной баланс сильнее в странах, имеющих менее значительные объемы резервов нефти и газа (таких как Алжир и Норвегия), что согласуется с тем фактом, что их нефтяные доходы носят более временный характер, чем у других экспортеров.
- Рост относительного дохода увеличивает сальдо счета текущих операций в значительно большей степени в странах-экспортерах нефти, чем в других странах, — у страны-экспортера нефти с доходом, составляющим половину уровня дохода в Соединенных Штатах, в среднем сальдо счета текущих операций уступает на 3–4 процентных пункта ВВП сальдо страны с уровнем дохода, равным США (разница составляет ½–1 процентный пункт для других стран). Возможно, это объясняется тем, что в странах с изменчивым относительным доходом и невозобновляемыми ресурсами, таких как экспортеры нефти, большая часть дохода будет сберегаться в «хорошие времена» (и расходоваться в «трудное время»), поскольку сильнее вероятность того, что шоки для дохода будут временными.

В заключение отметим, что настоящие предварительные данные в целом соответствуют теоретическим прогнозам. У стран-экспортеров нефти, скорее всего, формируются крупные внешние профициты, особенно во время пиков добычи нефти и высоких цен на нефть. Это соответствует необходимости в выравнивании потребления во времени и между поколениями ввиду характеристики нефти как невозобновляемого ресурса, а также частично временном характере бумов нефтяных доходов и наличия издержек корректировки потребления и инвестиций.

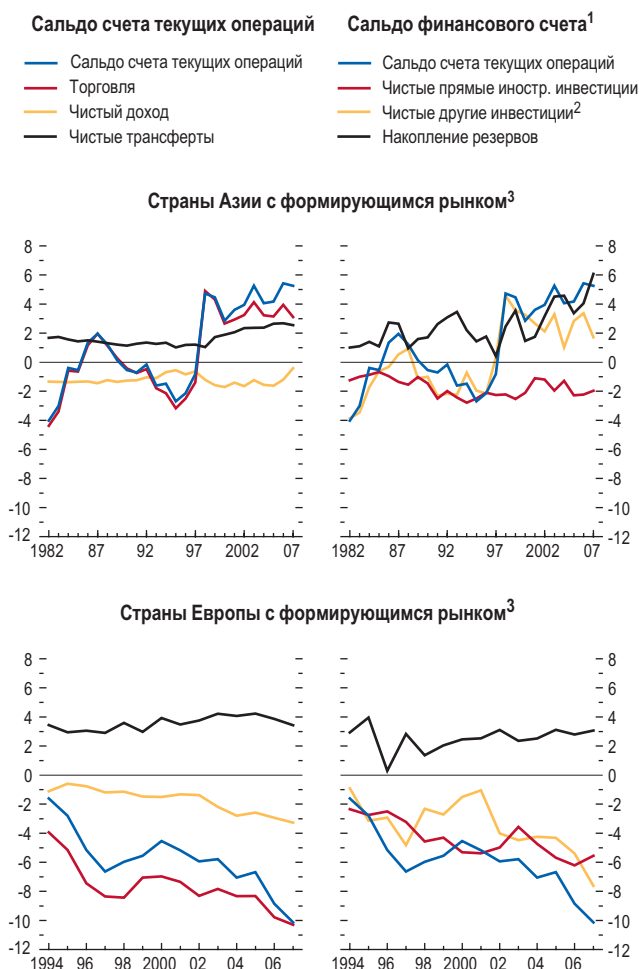
отражает вклад разных стран. После азиатского кризиса в переживших кризис странах (Корея и «азиатских тиграх») образовались крупные профициты в связи с утратой доступа к международным потокам капитала и попытками восстановить резервы. Впоследствии (начиная примерно с 2002–2003 годов) профициты счета текущих операций в некоторых подвергнувшихся кризису странах сократились, за одним разительным исключением — Малайзии, а в Китае начали нарастать все большие профициты счета текущих операций. Китай и Малайзия — единственные примеры стран со стойкими крупными профицитами (см. ниже). В отличие от них, страны с низкими доходами, например, Вьетнам, Индия, Пакистан и Шри-Ланка, как правило, характеризовались дефицитами в связи с ввозом капитала, как то и предполагается теорией. В трех небольших новых индустриальных странах (САР Гонконг, Сингапуре и Тайване, провинции Китая) наблюдались чрезвычайно большие профициты счета текущих операций, намного превышавшие 10 процентов ВВП, однако эти страны представляют собой особые случаи: все они отличаются высоким уровнем дохода, а Сингапур и САР Гонконг являются финансовыми центрами, в результате чего их международные потоки капитала зависят от иных детерминант. Как правило, эти страны исключаются из рассмотрения в остальной части главы.

В отличие от стран Азии, динамика счетов текущих операций в странах Европы с формирующимся рынком более однородна и характеризуется многочисленными примерами стойких крупных дисбалансов. Чрезвычайно большие и возрастающие дефициты наблюдаются в странах Балтии и Юго-Восточной Европы, где они составляют в среднем 18 и 11 процентов ВВП соответственно. Дефициты в Центральной Европе стабилизировались на более умеренных уровнях, составляющих в среднем примерно 5 процентов ВВП.

Торговый баланс является, как правило, главным фактором изменений в состоянии счетов текущих операций (рис. 6.2). В странах Азии с формирующимся рынком активное сальдо во внешней торговле составляет крупнейший компонент прироста профицита счета текущих операций, хотя после 1997 года увеличение чистых частных трансфертов прибавило дополнительный процентный пункт к сальдо счета текущих операций (главным образом на Филиппинах, во Вьетнаме и Пакистане). Аналогичным образом, в странах Европы с формирующимся рынком увеличение дефицита счета текущих операций в основном связано с торговым дефицитом, а образование дополнительных 1½ процентных пункта дефицита вызвано недавним

Рисунок 6.2. Внешние балансы в разбивке по компонентам
(В процентах ВВП; среднее арифметическое)

Динамика счета текущих операций в основном определяется динамикой торгового баланса. В странах Азии с формирующимся рынком в период после 1997 года улучшилось также состояние сальдо текущих трансфертов, а в странах Европы с формирующимся рынком увеличение дефицитов сопровождалось ухудшением состояния сальдо чистого дохода.



Источники. МВФ: «Статистика платежного баланса» и расчеты персонала МВФ.

¹ Операции по финансовому счету умножены на -1.

² Включая чистые портфельные инвестиции и чистые другие инвестиции.

³ См. региональную разбивку в сносках 1 и 2 к рис. 6.1.

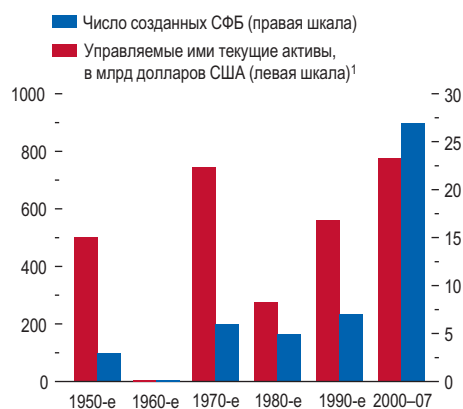
Вставка 6.2. Суверенные фонды накопления богатства: влияние на мировые финансовые рынки

В настоящей вставке рассматривается, каким образом большие устойчивые профициты счета текущих операций в нескольких странах, в основном с экономикой с формирующимся рынком, привели к тому, что суверенные фонды накопления богатства (СФБ) становятся ведущими игроками в мировом финансовом ландшафте (первый рисунок). Также изучается возможное влияние растущей роли СФБ на мировые потоки капитала, цены основных активов и, в более широком плане, финансовые рынки¹.

Несмотря на то что многие СФБ существуют уже много лет, а то и десятилетий, с 2000 года резко возросло число СФБ и размеры активов, которыми, по оценкам, они управляют. Растущее присутствие СФБ является результатом устойчивых профицитов счетов текущих операций в нескольких странах Азии и странах-экспортерах нефти. Эти профициты, отражающие высокие цены на биржевые товары и благоприятные торговые балансы, привели к быстрому накоплению валютных резервов центральными банками. Резервы достигли уровня, который, по мнению многих стран, в достаточной мере является буфером на случай финансовых или экономических шоков. Несмотря на все еще колоссальные потребности развития во многих из этих стран, емкость их рынка ограничена. По этой причине неуместно или невозможно быстро израсходовать нефтяные или связанные с экспортом доходы. Кроме того, ширится признание того, что превращение «ресурсов в недрах» в финансовые активы — это важный канал передачи богатства от поколения к поколению.

В этой связи многие страны стремятся повысить доходность этих значительных пулов средств. Вместо дальнейшего осмотрительного инвестирования путем устойчивого накопления резервов они переводят эти активы в СФБ, мандат которых предусматривает более энергичное инвестирование в более широкий круг активов. По оценкам участников рынка, активы, которыми управляют СФБ, насчитывают от 2 до 3 триллионов долларов, превышая сумму активов, которыми управляют хеджевые фонды (1,9 триллиона долларов), и на них приходится приблизительно от четверти до трети внешних активов, находящихся в суверенных руках. Несмотря на то что размеры активов СФБ остаются относительно небольшими по отношению к мировым финансовым акти-

Резко возросло число суверенных фондов накопления богатства (СФБ)



Источники: СМИ и отчеты аналитиков, расчеты сотрудников МВФ.
¹Расчетная оценка управляемых СФБ текущих активов производится в каждом периоде.

вам (приблизительно 190 триллионов долларов), они значительны по отношению к капитализации развитых фондовых рынков и размеру рынков долговых инструментов и капитала в странах с формирующимся рынком. При этом часть портфелей СФБ часто вкладывается в нефинансовые активы, такие как недвижимое имущество. По прогнозам, активы СФБ превзойдут объем мировых валютных резервов в не столь отдаленном будущем и составят от 7 до 11 триллионов долларов к 2013 году. Поэтому очевидно, что СФБ будут играть все более важную роль в мировых финансах.

На этом фоне беспокойство вызывает в основном все более заметное присутствие СФБ в схеме мировых потоков капитала, цен на активы и, в более общем плане, финансовой стабильности. СФБ обычно работают со средне- и долгосрочным инвестиционным горизонтом, что говорит о том, что они вряд ли пойдут на резкую переориентацию своего портфеля, которая могла бы повлиять на стабильность рынка. И действительно, во время текущих потрясений на финансовом рынке СФБ вливали капитал в значительном объеме в системно значимые финансовые учреждения, что говорит о том, что СФБ могут играть стабилизирующую роль на мировых финансовых рынках. При этом даже постепенный переход к усилению диверсификации суверенных портфелей резервных активов, в том числе через СФБ, может повлиять на поток средств между странами, абсо-

Основными авторами настоящей сноски являются Джули Козак, Дуглас Лакстон и Кришна Сринивасан.
¹См. Kozack, Laxton, and Srinivasan (готовится к печати).

лотные и относительные цены на активы и эволюцию глобальных дисбалансов².

Анализ потенциального воздействия диверсификации суверенных резервов через СФБ затрудняется отсутствием надежной информации о нескольких крупных СФБ, в частности о структуре их портфеля активов. Для изучения возможных последствий растущего присутствия СФБ были построены иллюстративные сценарии структуры портфеля активов для стран, которые находятся в процессе перехода от хранения резервов к диверсификации своих активов через СФБ (второй рисунок)^{3,4}. Два схематических диверсифицированных портфеля — один воспроизводит Государственный пенсионный фонд Норвегии (ГПФ-Глобальный), а другой представитель для традиционных СФБ — калибруются и сопоставляются со схематическим портфелем валютных резервных активов, с тем чтобы произвести оценку вероятных изменений в схеме мировых потоков капитала и влияния на цены активов (второй рисунок)⁵. В дополнение к анализу этого сценария

²Под влиянием иностранных официальных инвесторов, по расчетам, номинальная доходность десятилетних казначейских облигаций США снижается на 100 базисных пунктов (Warnock and Warnock, 2006).

³При анализе предполагается, что страны, недавно создавшие СФБ или объявившие о своем намерении это сделать, направят часть будущего притока валюты в свои СФБ. К странам, недавно создавшим или создающим СФБ или инвестиционные фонды типа СФБ, относятся Бразилия, Китай, Корея, Россия и Саудовская Аравия; создание СФБ рассматривается (согласно сообщениям рынка) в Индии, Японии и Таиланде.

⁴Новые потоки рассчитываются как сумма сальдо счета текущих операций каждой страны и чистых потоков частного капитала, на основе прогнозов «Перспектив развития мировой экономики» на 2008–2013 годы. Анализ предусматривает *нижнюю границу*, предполагающую, что страны с недавно созданными СФБ будут инвестировать 50 процентов нового имеющегося валютного притока в свои СФБ; и *верхнюю границу*, предполагающую, что помимо этого страны, рассматривающие создание СФБ (согласно сообщениям рынка), инвестируют 50 процентов нового имеющегося валютного притока в свои СФБ. Верхняя граница также предполагает, что 10 процентов объема имеющихся резервов 10 стран с формирующейся рыночной экономикой — крупнейших хранителей резервов — будут переведены из резервов в авуары СФБ в 2008–2013 годы. Предполагается, что приток новых средств в СФБ инвестируется полностью за границей.

⁵Схематический портфель представительных диверсифицированных СФБ основан на рыночных сообщениях о структуре портфеля активов и валютной структуре. Валютная структура официальных валютных резервов (COFER) — база данных МВФ, регистрирующая квартальные данные на конец периода о валютной структуре

также производится оценка влияния постепенного перехода от долларовых активов в имеющихся резервах 10 стран с формирующейся рыночной экономикой — крупнейших хранителей резервов. Необходима следующая оговорка. Как во многих случаях моделирования, результаты во многом зависят от базовых допущений. Например, при предположении о неизменной структуре портфеля давно существующих СФБ модель дает только частичную картину возможного порядка величины влияния различных стратегий диверсификации на потоки капитала и цены активов. Кроме того, другие суверенные инвесторы могут тоже предпочесть диверсифицировать свои имеющиеся резервные активы (а не только 10 стран с формирующейся рыночной экономикой — крупнейших хранителей резервов, — как предполагается при моделировании). Наконец, два схематических портфеля призваны отразить возможные стратегии распределения активов, но нужно признать, что на практике СФБ являются неоднородной группой с различными мандатами, степенью прозрачности и структурами управления. Это ограниченное моделирование все же дает представление о направлении и порядке величины возможного влияния на рынки.

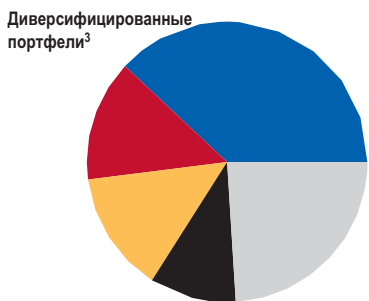
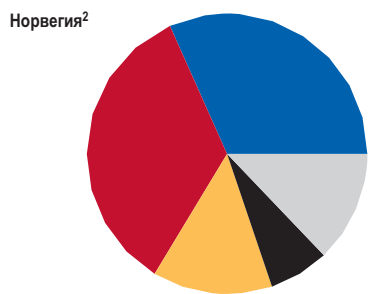
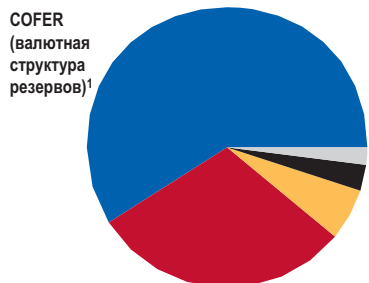
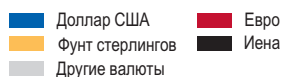
Анализ подсказывает, что схема мировых потоков капитала существенно изменится, приток капитала в развитые страны уменьшится и приток капитала в страны с формирующимся рынком значительно возрастет (третий рисунок). По сравнению с резервными активами, которые в основном деноминированы в долларах и обычно хранятся в виде казначейских векселей или агентов ценных бумаг США, схематические портфели СФБ более диверсифицированы как по категориям активов, так и валютному риску. Это означает уменьшение притока на рынки государственных облигаций, с соответствующими последствиями для процентных ставок. Отказ от резервных активов может оказать сильнейшее влияние на рынки в Соединенных Штатах, если страны в процессе диверсификации будут отказываться от долларовых авуаров.

- Расчеты показывают, что приток в Соединенные Штаты может уменьшиться на 1/2–1 процент ВВП США в год в среднем, в зависимости от числа стран в выборке и допущений в отно-

официальных валютных резервов. Агрегированные данные COFER используются для получения схематического портфеля резервов, при допущении о распределении активов исключительно среди государственных облигаций, согласно валютной структуре COFER.

Вставка 6.2 (окончание)

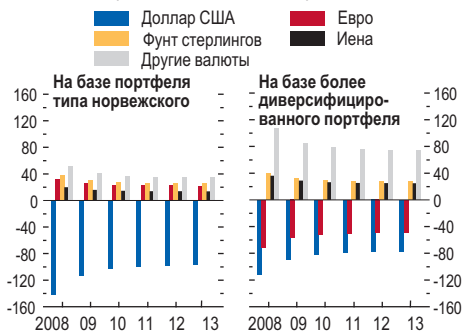
Валютная структура упрощенных (стилизованных) портфелей



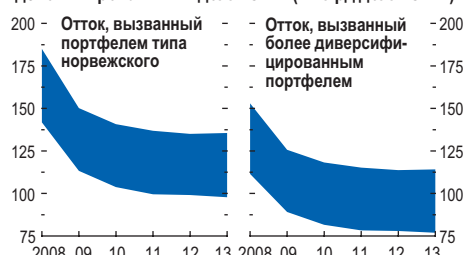
Источники: база данных COFER, Norges Bank и расчеты сотрудников МВФ.
¹Агрегированные данные. COFER — база данных МВФ о структуре официальных валютных резервов.
²В настоящее время инвестиции в портфеле Норвегии распределяются следующим образом: акции — 47 процентов и облигации — 53 процента.
³Схематический портфель представительного диверсифицированного СФБ основан на биржевых бюллетенях о структуре портфеля их активов и валютной структуре.

Результаты моделирования

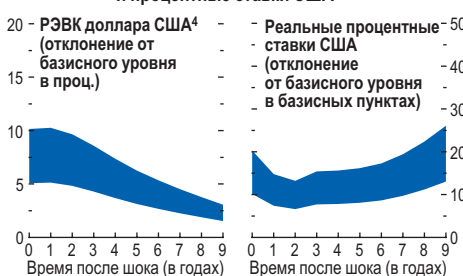
Возможное изменение валютной структуры оттока капитала из отдельных стран с СФБ (в млрд долларов США)^{1,2}



Масштаб возможного оттока капитала из активов, деноминированных в долл. США (в млрд долл. США)^{2,3}



Масштаб возможного воздействия на обменный курс и процентные ставки США^{2,3}



Источник: расчеты сотрудников МВФ.
¹Исходя из предположения, согласно которому 50 процентов текущего притока иностранной валюты в перечисленные в сноске 2 страны размещается в суверенных фондах накопления богатства (СФБ) и вкладывается во внешние активы.
²Включая Бразилию, Китай, Корею, Россию (только Фонд национального благосостояния) и Саудовскую Аравию.
³Нижняя граница этого диапазона исходит из допущения, описанного в сноске 1. Верхняя граница исходит из того, что страны с намеряемыми СФБ (на основе репортажей СМИ) также разместят 50 процентов имеющейся иностранной валюты в СФБ для инвестирования за границей. Верхняя граница также исходит из того, что 10 процентов объема имеющихся резервов 10 стран с формирующейся рыночной экономикой — крупнейших хранителей резервов будут переведены из резервов в авуары СФБ в 2008–2013 годы.
⁴РЭВК — реальный эффективный валютный курс.

шении валютной структуры резервов 10 стран с формирующейся рыночной экономикой — крупнейших хранителей резервов. Результаты также зависят от стратегии распределения активов, применяемой для моделирования инвестиций будущими СФБ.

- Портфели, в большей степени взвешенные по странам с формирующимся рынком, такие как схематический диверсифицированный портфель, приведут к уменьшению притока средств в активы, деноминированные как в долларах, так и в евро, тогда как приток в страны с формирующимся рынком в целом значительно возрастет. С другой стороны, портфель, аналогичный СФБ Норвегии, в котором большой вес имеют инвестиции в Европе, дает основания предположить некоторое снижение инвестиций в долларские активы и растущий в меньшей степени приток на формирующиеся рынки.
- Для измерения влияния потенциальных изменений в схемах движения потоков капитала на процентные ставки и обменные курсы по сравнению с базисными, использовалась модель МВФ GIMF5⁶. Результаты, в основном, посвяще-

⁶В моделировании использовался вариант Глобальной интегрированной денежно-кредитной и бюджетной модели для пяти регионов (GIMF5). GIMF5 является расширенным вариантом модели Kumhof and Laxton и включает отдельные модели для Соединенных Штатов, еврозоны, Японии, стран Азии с формирующимся рынком и «остальных стран». См. Kumhof and Laxton (2007).

снижением чистого дохода от инвестиций. Однако в последние годы в Чешской Республике и Венгрии отмечались торговые профициты, а основной причиной их дефицитов по текущим операциям были отрицательные сальдо счета доходов.

Что касается финансовых потоков, то крупные профициты в странах Азии с формирующимся рынком ассоциировались с крупным оттоком капитала, не связанного с прямыми иностранными инвестициями (ПИИ), и беспрецедентным накоплением резервов. В настоящее время резервы составляют уже 39 процентов ВВП и покрывают 9,2 месяца импорта. Побочным продуктом накопления крупных резервов в странах Азии с формирующимся рынком и нефтедобывающих странах стало создание крупных суверенных фондов накопления богатства (СФБ), что может иметь важные последствия для глобальных потоков капитала и цен активов (вставка 6.2). Страны Азии с формирующимся рынком остаются

ны последствиям для Соединенных Штатов. Они указывают на повышение реальных процентных ставок в США на 10–25 базисных пунктов и ослабление доллара США на 2–4 процента в долгосрочной перспективе. Модель прогнозирует резкое снижение курса доллара в краткосрочной перспективе, порядка 6–10 процентов. Дефицит счета текущих операций США может улучшиться на ½–1 процентный пункт ВВП США в результате повышения премии за страновой риск под влиянием снижения спроса на активы США. В остальном мире увеличение притока капитала приведет к снижению реальных процентных ставок (и, соответственно, к увеличению разницы с процентными ставками в Соединенных Штатах), укреплению валют (повышению их реального эффективного курса) и росту внутреннего спроса.

Оценки модели не указывают ни на беспорядочное обесценение доллара США, ни на беспорядочную корректировку глобальных дисбалансов. На самом деле, они свидетельствуют о том, что влияние постепенного изменения структуры портфеля будет умеренным в долгосрочной перспективе. При этом оценки модели не учитывают возможных эффектов второго порядка, по мере того как другие инвесторы реагируют на эволюцию поведения СФБ. В целом результаты показывают, что снижение спроса на активы США поможет уменьшить дефицит счета текущих операций США и снизить курс доллара.

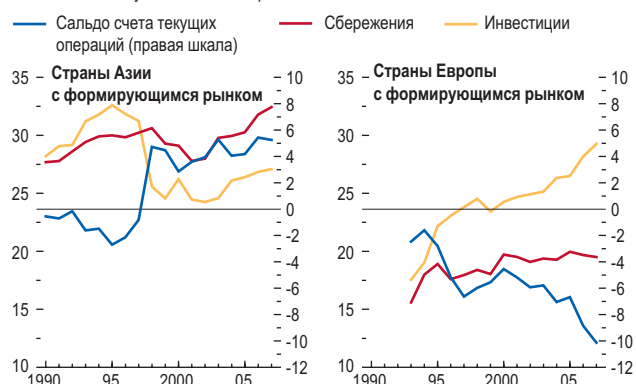
чистым импортером ПИИ, однако чистый приток ПИИ (в процентах ВВП) в эти страны незначителен в сравнении с такими притоками в страны с формирующимся рынком в других регионах и не претерпел заметных изменений с начала 1990- годов. В странах Европы с формирующимся рынком возрастающие дефициты счета текущих операций в значительной степени покрываются за счет чистых ПИИ, являющихся относительно стабильным источником финансирования, хотя в последние несколько лет дефициты увеличивались более быстрыми темпами, чем чистые ПИИ. Страны Европы с формирующимся рынком являются также крупным импортером капитала, не связанного с ПИИ, в том числе в форме притоков по облигациям и притоков акционерного капитала. Темпы увеличения общего объема резервов составляли 2–3 процента ВВП в год.

Еще одним подходом к анализу изменений сальдо счета текущих операций является изучение

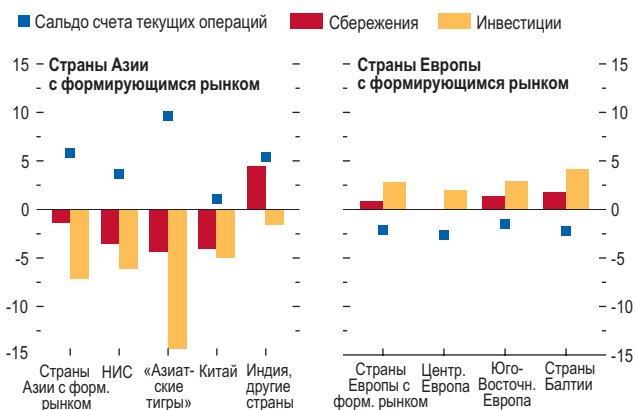
Рисунок 6.3. Сальдо счета текущих операций, сбережений и инвестиций и инвестиций¹

(В процентах ВВП; среднее арифметическое)

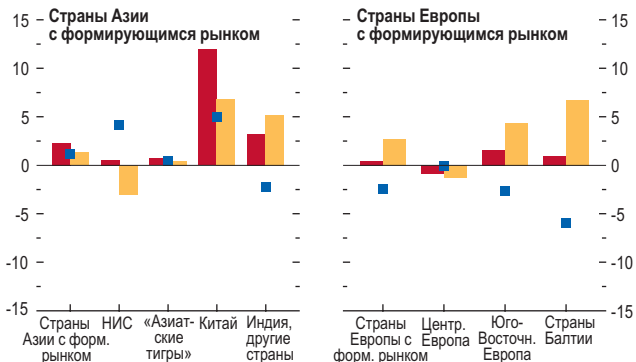
В Азии после 1997 года наблюдалось уменьшение сбережений и инвестиций, причем в странах «азиатских тиграх» произошло резкое уменьшение последних. Хотя инвестиции оставались на более низких, чем перед кризисом, уровнях, в последнее время они повысились в результате увеличения инвестиций в Китае, Индии и других странах. В отличие от этого в странах Европы с формирующимся рынком наблюдался быстрый рост инвестиций, особенно в странах с низкими доходами, сопровождавшийся незначительным увеличением сбережений.



Изменения сальдо счета текущих операций, сбережений и инвестиций: период 1999–2002 годов по сравнению с периодом 1994–1996 годов



Период 2003–2007 годов в сравнении с периодом 1999–2002 годов



Источники: CEIC Data Company Limited; Статистика национальных счетов ООН и расчеты персонала МВФ.

¹ См. региональную разбивку в сносках 1 и 2 к рис. 6.1.

динамики сбережений и инвестиций (рис. 6.3 и 6.4)⁴. В странах Азии с формирующимся рынком кризис 1997–1998 годов привел к резкому сокращению (в основном) частных инвестиций в Корею и «азиатские тигры». Уровень сбережений, особенно государственных, также снизился, хотя его снижение было намного меньшим. В отличие от этого, в Китае причины возрастания профицита в более поздний период (2003–2006 годов) крылись в резком увеличении частных (главным образом корпоративных) сбережений и непрерывном росте государственных инвестиций⁵. Объемы частных и государственных инвестиций также возросли, хотя и в меньшей степени. В странах Европы с формирующимся рынком дефициты счета текущих операций объяснялись резким увеличением частных инвестиций (отражавшим увеличение ПИИ) и, в меньшей степени, ростом государственных инвестиций, прежде всего в странах Балтии и Юго-Восточной Европы. Государственные сбережения в этих странах также незначительно возросли (за исключением стран Центральной Европы), а объемы частных сбережений оставались относительно неизменными. Как и в странах Азии с формирующимся рынком, уменьшение сбережений населения компенсировалось увеличением корпоративных сбережений, хотя в последние годы в общем итоге происходило чистое сокращение сбережений в частном секторе.

В сравнении с другими эпизодами ускорения экономического роста размеры дефицитов счетов текущих операций в странах Европы с формирующимся рынком в последнее время были довольно значительными (рис. 6.5)⁶. В странах, испытывавших ускорение экономического роста в то или иное время на протяжении последних 35 лет, дефицит счета текущих операций в среднем составлял примерно 3 процента ВВП на протяжении первых восьми лет с начала ускорения роста, в то время как в странах Европы с формирующим-

⁴ Сальдо счета текущих операций — это разница между национальными сбережениями и валовыми инвестициями.

⁵ Причины образования профицита в Китае усматривались также в высокой норме сбережений населения, объяснявшейся отсутствием систем социальной защиты или основанного на устоявшихся привычках потребления. Однако в последнее время увеличение профицита счета текущих операций в Китае было связано не с нормой сбережений населения, а с увеличением нормы сбережений корпораций. В работе Aziz and Cui (2007) утверждается, что главным фактором сокращения доли потребления в ВВП Китая являлось сокращение доли трудового дохода, а не увеличение нормы сбережений населения.

⁶ В приложении 6.1 приводится более подробное описание критериев, на основании которых были определены эпизоды ускорения экономического роста, страны, испытывавшие такое ускорение, и годы, в течении которых оно происходило.

ся рынком средний размер дефицита за эквивалентный период составлял 6–7 процентов ВВП. То же самое, хотя и с незначительными отличиями, наблюдалось в периоды ускорения экономического роста в ряде стран с формирующимся рынком в Азии, за исключением Китая⁷. Если рассматривать различные эпизоды ускорения роста, то увеличение дефицита счета текущих операций, как правило, ассоциировалось с резким увеличением инвестиций и небольшим компенсирующим увеличением сбережений. В сравнении с этим бурное экономическое развитие в странах Европы с формирующимся рынком приводило к еще большему ускорению роста инвестиций — явлению, наблюдавшемуся ранее только в период бурного роста в странах-«азиатских тиграх» в начале 1970-х годов. Что резко отличает страны Европы с формирующимся рынком от типичных стран, испытывавших ускорение экономического роста, так это большие чистые притоки ПИИ и большая длительность периодов дефицитов.

Интересно отметить, что к идентифицированным в настоящей работе странам, испытывавшим периоды ускорения роста, относится ряд западноевропейских стран, присоединившихся к ЕС в более ранние периоды. В этих странах также наблюдались крупные дефициты счета текущих операций и чистый приток ПИИ, однако в гораздо меньших масштабах, чем в странах Европы с формирующимся рынком. Отчасти это можно объяснить тем, что полная либерализация операций с капиталом была осуществлена в этих странах только в начале 1990-х годов, в большинстве случаев уже после окончания периодов бурного роста.

Кардинальные перемены в состоянии счетов текущих операций, наблюдавшиеся в странах Азии с формирующимся рынком в период кризиса 1997–1998 годов, также отличают этот эпизод от других кризисных эпизодов. Сравнение с валютными и банковскими кризисами, имевшими место с 1980 года, показывает, что страны Азии с формирующимся рынком изначально имели более крупный в среднем дефицит и что корректировка их счетов текущих операций и уровней инвестиций была намного большей по размерам и более внезапной (рис. 6.6)⁸. Впоследствии величина этих резких изменений несколько уменьшилась, однако и через пять лет после азиатского кризиса уровень профицитов оставался более высоким, чем в период после других кризисных эпизодов.

Общей характеристикой стран с формирующимся рынком как в Азии, так и в Европе являются

⁷См. также главу 2 в апрельском 2004 года выпуске «Перспектив развития мировой экономики».

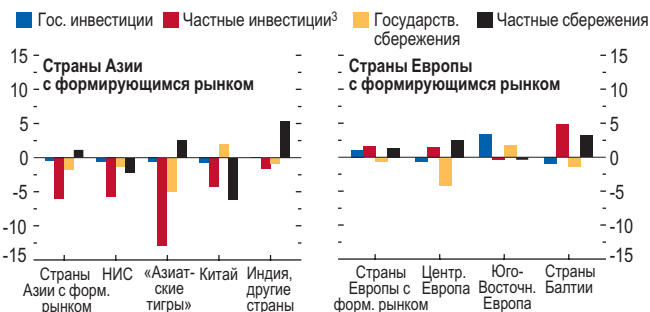
⁸Данные о начале валютных и банковских кризисов взяты из работы Laeven and Valencia (готовится к публикации).

Рисунок 6.4. Сбережения и инвестиции в разбивке по компонентам¹

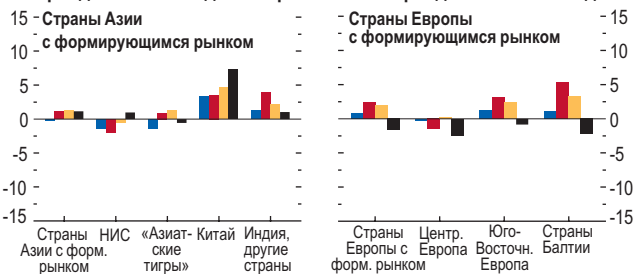
(В процентах ВВП; среднее арифметическое)

Образование крупного профицита счета текущих операций в Китае в последние годы связано с резким увеличением сбережений корпораций. Сбережения домашних хозяйств снижались на протяжении прошедших десяти лет в обоих регионах, но их уровень особенно низок в странах Европы с формирующимся рынком.

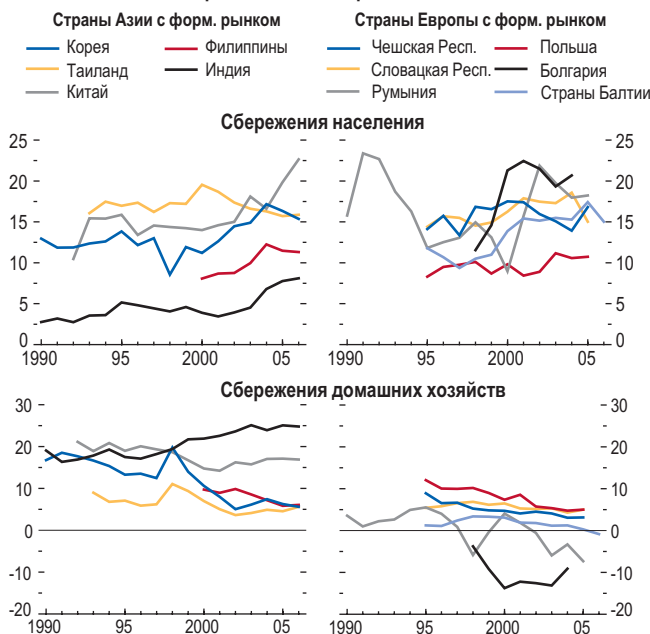
Изменения государственных и частных сбережений и инвестиций: период 1999–2002 годов по сравнению с периодом 1994–1996 годов²



Период 2003–2007 годов по сравнению с периодом 1999–2002 годов²



Компоненты нормы частных сбережений: 1990–2007 годы



Источники: CEIC Data Company Limited; МВФ, «Статистика платежного баланса»; Статистика национальных счетов ООН и расчеты персонала МВФ.

¹См. региональную разбивку в сносках 1 и 2 к рис. 6.1.

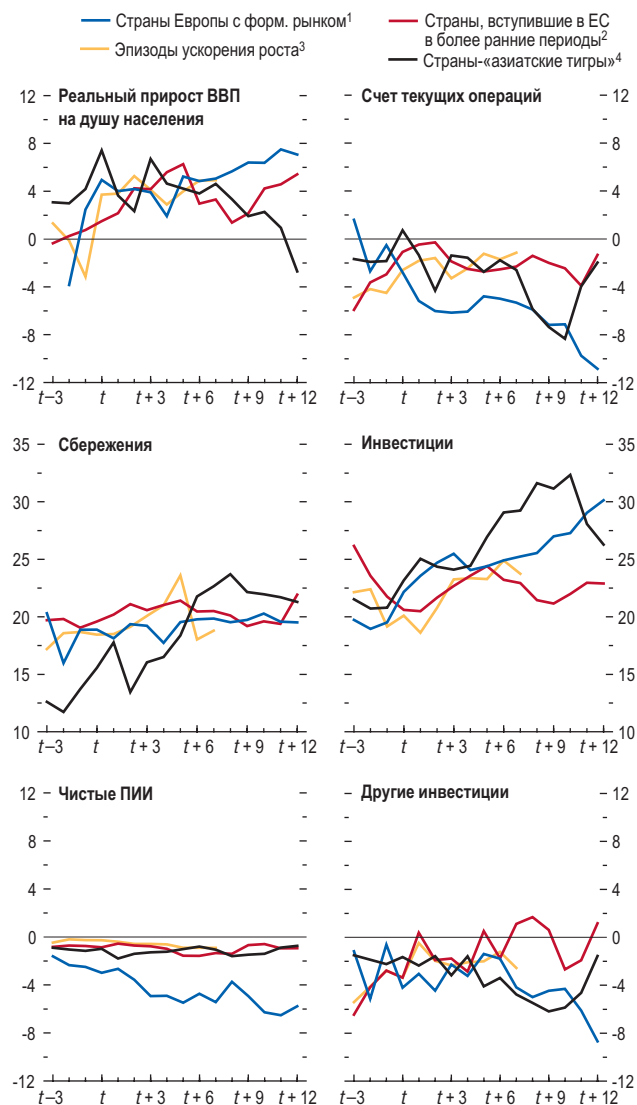
²По причине отсутствия данных из расчетов среднего для группы исключены данные по Индонезии, Польше и Словении. В результате этого сумма данных рис. 6.4 не равна уровням на рис. 6.3.

³Частные инвестиции включают изменения в запасе материальных оборотных средств.

Рисунок 6.5. Ускорение экономического роста

(В процентах ВВП; среднее арифметическое; на оси x – годы до и после кризиса)

С 1995 года ускорение роста в странах Европы с формирующимся рынком ассоциировалось с относительно большими дефицитами счета текущих операций и значительно большими чистыми притоками ПИИ, чем в сопоставимых случаях ускорения роста в других странах.



Источники: МВФ, «Статистика платежного баланса» и расчеты персонала МВФ.

¹Принимается, что годом начала ускоренного роста в странах Европы с формирующимся рынком является 1995 год.

²Для стран, вступивших в ЕС в более ранние периоды, годами начала ускоренного роста являются следующие годы: Греция (1996); Ирландия (1985); Испания (1984); Португалия (1985).

³Ускорение роста определяется как повышение темпов экономического роста, характеризующееся увеличением прироста реального душевого ВВП не менее, чем на 2 процента, и средним ростом в размере не менее 3,5 процента, сохраняющимся на протяжении восьмилетнего периода, согласно работе Hausmann, Pritchett, and Rodrik (2005). На рисунке отображены медианные значения каждой из переменных по всем эпизодам ускорения роста (за исключением стран Европы с формирующимся рынком).

⁴К странам «азиатским тиграм» относятся Индонезия, Малайзия, Таиланд и Филиппины, для которых годом начала ускоренного роста является 1973 год.

высокие темпы роста экономики. Из рис. 6.7 можно сделать вывод, который согласуется с теорией, что среди стран с высокими темпами роста (то есть более чем 2-процентным ежегодным приростом ВВП на душу населения) более низкий уровень сальдо счета текущих операций отмечается, как правило, у стран с более высокими темпами роста. Эта отрицательная корреляция сохраняется не только в масштабах всей совокупности стран с формирующимся рынком, но и в пределах каждого региона (явным исключением из этого вновь является Китай)⁹. Имеющиеся данные о динамике счетов текущих операций в странах с развитой экономикой в период их формирования в конце XIX и начале XX веков свидетельствуют о том, что потоки капитала перемещались в страны с высокими показателями роста (вставка 6.3).

Какими факторами объясняется динамика счетов операций с капиталом в последнее время?

Сальдо счетов текущих операций в странах с формирующимся рынком зависит от действия множества факторов¹⁰. В настоящем разделе детально анализируются данные по разным странам, соотносящие уровень сальдо счета текущих операций с широкой совокупностью переменных, способных оказать значительное воздействие на сальдо счета текущих операций в странах с формирующимся рынком в Европе и Азии. Эмпирический анализ начинается с попытки объяснить изменения счета текущих операций с помощью одних только стандартных факторов, ко-

⁹Этот вывод справедлив также в случае включения всех стран с формирующимся рынком, а не только стран, отличающихся высокими темпами роста. Если не считать Китая, капитал, в своей совокупности, перемещался в страны с формирующимся рынком. Эти данные расходятся с данными недавних исследований, обнаруживших положительную корреляцию между экономическим ростом и состоянием счета текущих операций (см., например, Prasad, Rajan, and Subramanian, 2007; и Gourinchas and Jeanne, 2007). Это можно объяснить, в частности, тем, что во многих этих работах остаются неохваченными страны Европы с формирующимся рынком, но включается большое число африканских стран, в случае которых притоки капитала в основном представляют собой потоки официальной помощи, а не потоки частного капитала, движение которых определяется рыночными соображениями. Недавние исследования дают основания считать, что притоки помощи могут оказать неоднозначное и даже негативное воздействие на рост, содействуя повышению обменного курса и ограничивая возможности развития сектора внешнеторговых товаров (см., например, Rajan and Subramanian, 2005).

¹⁰См., например, Aristovnik (2006), Chinn and Ito (2006), Gruber and Kamin (2007, 2008), Herrmann and Jochem (2005).

торые были определены в литературе в качестве важных детерминантов сальдо счета текущих операций. К таким детерминантам относятся сальдо государственного бюджета, относительные показатели числа иждивенцев (детей и престарелых), уровень чистых иностранных активов и возможности для роста, представленные такими косвенными показателями, как исходный уровень дохода и запаздывающий рост¹¹. Этими переменными во многом определяется динамика счетов текущих операций во всем мире, однако ими нельзя объяснить крупные профициты в странах Азии с формирующимся рынком и крупные дефициты в странах Европы с формирующимся рынком. Поэтому в рамках эмпирического анализа к этим стандартным факторам добавляется совокупность дополнительных переменных, характеризующих изменения в финансовой сфере, которые могли послужить важным фактором, определившим динамику счетов текущих операций в последние годы.

В последние десять лет страны Европы с формирующимся рынком осуществили чрезвычайно быструю либерализацию национальных финансовых систем и счетов операций с капиталом (рис. 6.8)¹². Либерализация в этих двух областях привела к рез-

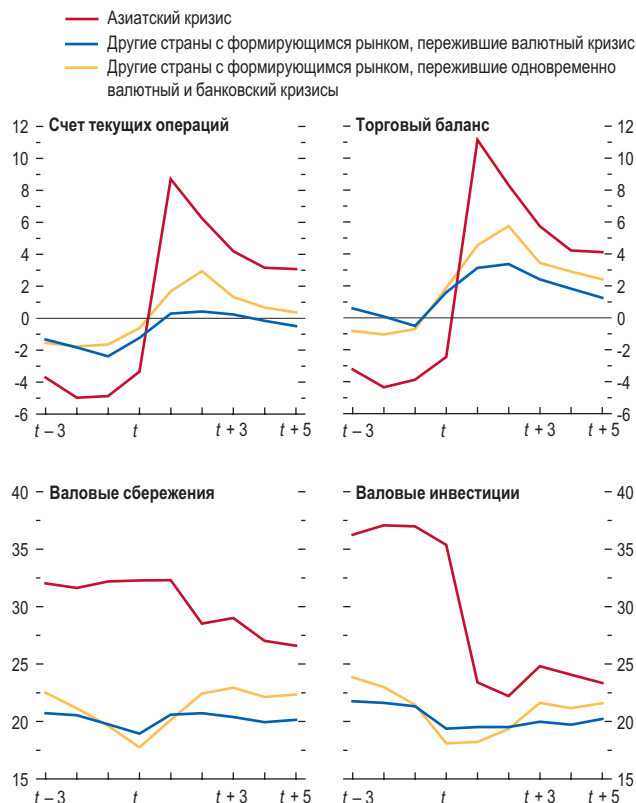
¹¹См. Lee et al. (2008). Предполагается, что возможности для роста будут приводить к ухудшению состояния счета текущих операций в результате увеличения инвестиций и снижения сбережений. Аналогичным образом, высокие относительные показатели числа иждивенцев будут отрицательно влиять на состояние счета текущих операций из-за сокращения сбережений. В отличие от этого профицит государственного бюджета будет приводить к улучшению состояния счета текущих операций, если это улучшение не будет полностью компенсировано снижением частных сбережений и/или увеличением частных инвестиций. Наконец, предполагается, что с увеличением чистых иностранных активов состояние счета текущих операций будет улучшаться в результате увеличения чистого дохода от инвестиций. В анализ включена также условная переменная, представляющая финансовые центры, поскольку такие центры, как правило, экспортируют капитал, а также нефтяной баланс и временные эффекты, позволяющие учесть влияние событий, в равной мере затрагивающих все страны в данный период времени.

¹²В этой главе используется индекс национальной финансовой либерализации, составляемый на основе информации о регулировании процентных ставок, регулировании кредита, ограничении конкуренции, государственной собственности, качестве банковского надзора и регулирования, мерах политики, направленных на содействие развитию рынков облигаций и акций, и политике предоставления доступа на национальный фондовый рынок иностранцам (Abiad, Detragiache, and Tresselt, готовится к печати). Показатели степени либерализации счета операций с капиталом взяты из работы Chinn and Ito (2006). Эти два показателя характеризуются высокой степенью корреляции, отчасти связанной с тем, что в индексе национальной финансовой либерализации учтены показатели ограничений на доступ к рынку для иностранных инвесторов. Поэтому значимость этих переменных в регрессиях тестируется совместно.

Рисунок 6.6. Кардинальное изменение состояния счета текущих операций в периоды кризиса¹

(В процентах ВВП; среднее арифметическое; на оси x — годы до и после кризиса)

Во время азиатского кризиса коррекция счета текущих операций происходила резче, чем во время других кризисов. Спустя пять лет после кризиса в Азии сохранялись более крупные профициты, чем во всех остальных регионах.

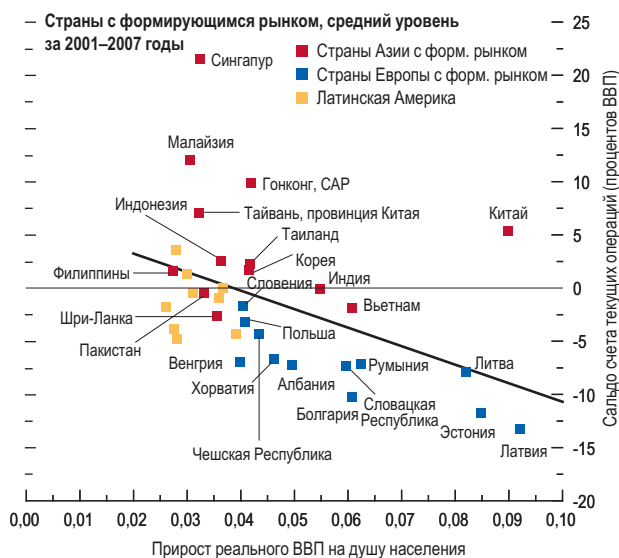


Источники: МВФ, «Статистика платежного баланса» и расчеты персонала МВФ.

¹Страны, пережившие азиатский кризис, включают Индонезию, Малайзию, Таиланд и Филиппины. К другим странам с формирующимся рынком, пережившим кризис, относятся Аргентина, Бразилия, Мексика, Россия и Турция, в случае которых в период с 1980 по 2007 год было выявлено 15 эпизодов кризиса с использованием подхода в работе Laeven and Valencia (готовится к публикации).

Рисунок 6.7. Сальдо счета текущих операций и прирост реального ВВП на душу населения¹

В быстро развивающихся странах с формирующимся рынком, как правило, наблюдаются более низкие уровни сальдо счета текущих операций.



Источники: МВФ, «Статистика платежного баланса» и расчеты персонала МВФ.
¹ Страны с реальным ВВП на душу населения, составляющим менее двух процентов, не показаны.

кому увеличению числа иностранных банков в этих странах¹³. В странах Азии с формирующимся рынком также был достигнут определенный прогресс в области финансовой либерализации, однако за исключением новых индустриальных стран степень либерализации их финансовых систем остается намного меньшей. Кроме того, в период азиатского кризиса страны-«азиатские тигры» и новые индустриальные страны (НИС) ввели ограничения на операции по счету операций с капиталом. Прошло уже десять лет, но и сейчас степень либерализации операций с капиталом в этих странах (за исключением НИС) остается, как правило, весьма низкой.

Теория не содержит ясных указаний относительно того, каким (положительным или отрицательным) является чистое воздействие либерализации финансового сектора и счета операций с капиталом на счет текущих операций. Либерализация операций с капиталом и развитие финансовой системы, вероятно, способствуют увеличению доступа к иностранному капиталу для целей финансирования инвестиций внутри страны, что ведет к ухудшению состояния счета текущих операций¹⁴. С другой стороны, в условиях более открытой национальной финансовой системы расширяются возможности для посреднической деятельности, что может способствовать увеличению сбережений внутри страны, а это будет оказывать противоположное воздействие на счет текущих операций. В то же время финансовая либерализация может означать расширение доступа к кредиту и новым финансовым продуктам, что обычно влечет за собой снижение и уровня национальных сбережений, и уровня сальдо счета текущих операций. Поэтому не вполне ясно, каким будет чистое воздействие либерализации финансового сектора и счета операций с капиталом на состояние счета текущих операций, и этот вопрос остается эмпирическим.

Еще одним финансовым фактором, способным повлиять на счет текущих операций, является «емкость финансового сектора», измеряемая как отношение кредита частному сектору и объема

¹³ Еще одна причина увеличения доли иностранной собственности в банках состоит в относительно лучших возможностях роста для материнских банков, которые сталкиваются с более жесткими условиями получения дохода на рынках своих стран. В работе Ayden (готовится к печати) обнаружено, что узкие спреды — разница между ставками по кредитам и депозитам — материнских банков на рынках их стран ассоциируются с увеличением кредитов, предоставляемых их дочерними структурами, действующими в странах Центральной и Восточной Европы.

¹⁴ В условиях кризиса или плохого управления страной большая степень либерализации счета операций с капиталом может также ассоциироваться с большим оттоком капитала.

капитализации фондового рынка к ВВП¹⁵. Увеличение емкости финансового сектора может свидетельствовать о наличии развитой финансовой системы, которая будет содействовать улучшению состояния счета текущих операций в случае стимулирующего воздействия на национальные сбережения, но может также приводить и к ухудшению состояния этого счета в случае увеличения объемов привлечения иностранных сбережений и, следовательно, стимулирования роста инвестиций внутри страны. Представляется, что емкость финансового сектора в странах Азии с формирующимся рынком намного больше, чем в странах Европы с формирующимся рынком, хотя она продолжает увеличиваться в обоих регионах (за исключением «азиатских тигров»).

Факторами, привлечшими немалое внимание в связи с профицитами счетов текущих операций азиатских стран, являются курсовая политика и предпочтения в отношении накопления резервов. Однако экзогенный показатель для этих направлений политики сложно найти ввиду того, что обменный курс и резервы определяются одновременно с сальдо счета текущих операций. Поэтому указанные факторы не учитываются в рамках настоящего формального анализа, хотя и проводятся некоторые данные об их потенциальном значении для определения размера профицитов стран Азии с формирующимся рынком. Наконец, сам курсовой режим (фиксированного курса по сравнению с гибким) также может влиять на сальдо счета текущих операций, причем режимы фиксированного курса потенциально могут приводить (временно) к образованию более крупных дисбалансов при возникновении экономических шоков. Однако неясно, каким будет направление такого воздействия, которое будет зависеть от характера первоначального шока для сальдо счета текущих операций.

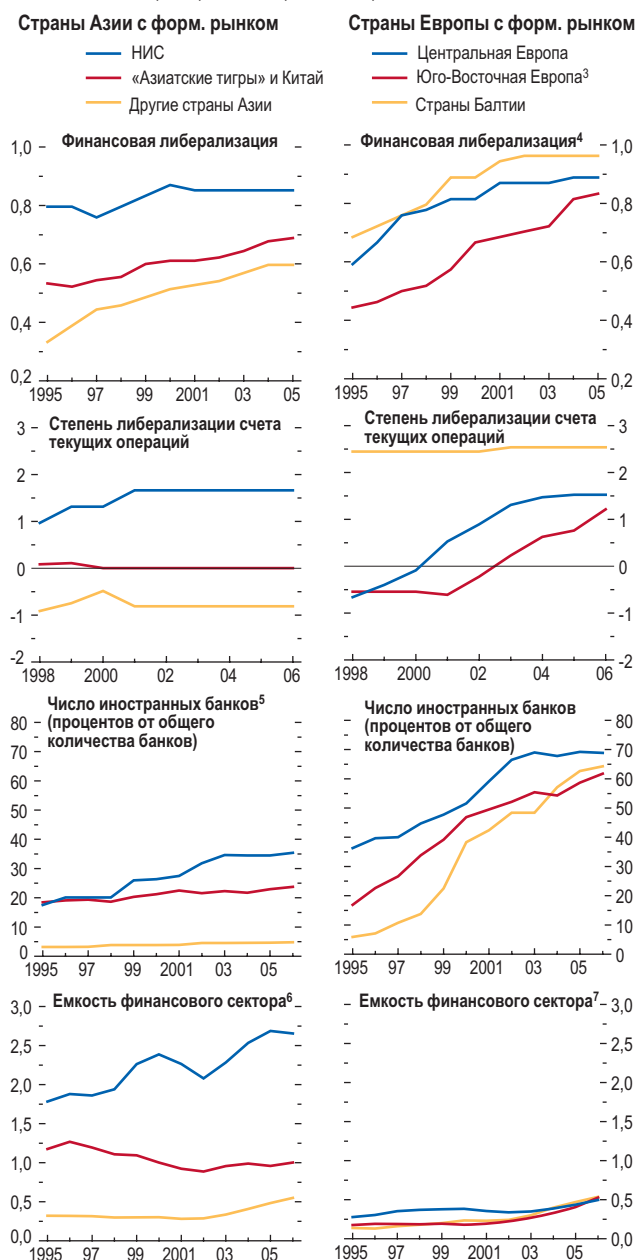
Эмпирический анализ

В центре внимания эмпирического анализа находятся детерминанты сальдо счета текущих операций в среднесрочной перспективе (средние данные за четырехлетний период), а охватываемая панель включает 58 (не являющихся экспортерами нефти) стран с развитой экономикой и формирующимся рынком за период 1983–2006 годов, в том числе страны Европы с формирующимся рынком за субпериод 1995–2006 годов (по соображениям

¹⁵См. работы Chinn and Prasad (2003), Gruber and Kamin (2007, 2008) и Chinn and Ito (2006), в которых описывается анализ, выполненный, в частности, на основе этого показателя (и степени либерализации счета операций с капиталом).

Рисунок 6.8. Характер изменений в финансовой сфере¹

Темпы либерализации национального финансового рынка в странах Европы с формирующимся рынком были выше, чем в странах Азии с формирующимся рынком (за исключением новых индустриальных стран Азии, которые находились на более высокой стадии). Повышение степени либерализации счета операций с капиталом было связано с быстрым приходом на рынок иностранных банков.



Источники: Abiad, Detragiache, and Tressel (готовится к публикации); Beck, Demirgüç-Kunt, and Levine (2000, обновленная версия); Chinn and Ito (2006, обновленная версия), Classens and others (2008) и расчеты персонала МВФ.

¹ См. определения переменных в приложении 6.1. См. региональную разбивку в сносках 1 и 2 к рис. 6.1.

² Исключая Тайвань, провинцию Китая.

³ Исключая БЮР, Македонию.

⁴ Исключая Словацкую Республику, Словению и Хорватию.

⁵ Исключая Пакистан и Шри-Ланку.

⁶ Исключая Вьетнам.

⁷ Исключая Албанию.

Вставка 6.3. Исторический аспект экономического роста и счета текущих операций

Счета текущих операций и потоки капитала: источники, размеры и устойчивость

В мировой экономике наблюдался золотой век интеграции с середины XIX-го века до первой мировой войны. В основе перемен лежали многочисленные факторы: улучшение связи благодаря распространению телеграфа и железной дороги, резкое снижение транспортных издержек, беспрецедентная массовая миграция, распространение золотого стандарта, консолидация Британской империи и ускоряющееся развитие лондонских финансовых рынков. Крупнейшим поставщиком средств была Великобритания, на которую приходилось значительно более 50 процентов всего оттока капитала из стран с его избытком¹. К другим экспортерам капитала относились Германия, Нидерланды и Франция.

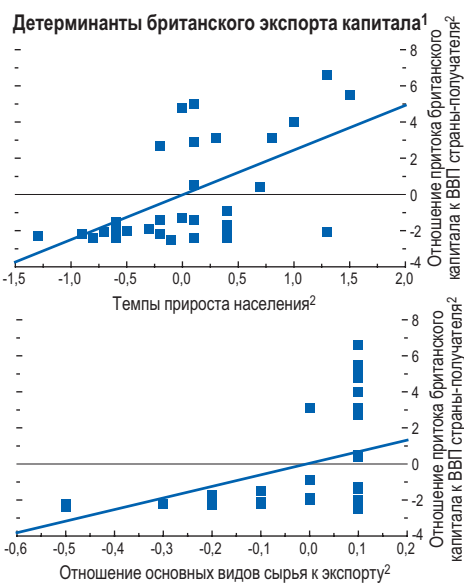
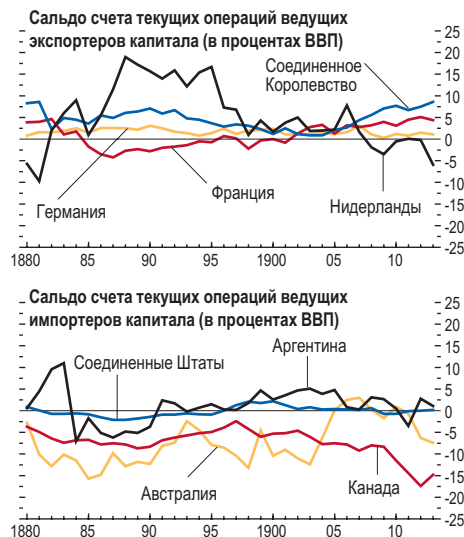
Потоки в то время еще не регулировались, и инвесторы в основном были предоставлены самим себе в принятии решений о том, куда направить свой капитал, хотя в некоторых случаях политические цели стран, располагавших избыточным капиталом, определяли направление потоков капитала. На рисунке показаны счета текущих операций стран, имевших избыток капитала (или валовой отток капитала), в период с 1870 по 1913 год и основных импортеров капитала: Аргентины, Австралии, Канады и Соединенных Штатов (см. Stone, 1999).

Приток капитала часто был весьма устойчивым. Многие из ведущих стран-импортеров капитала имели значительные дефициты счета текущих операций в течение десятилетия или более. В других странах, финансовое состояние которых было менее устойчивым, дефициты были более кратковременными. По оценке Meissner и Taylor (2006), крупные импортеры капитала, такие как Австралия, Аргентина, Канада и Соединенные Штаты, имели дефициты в течение длительных периодов, с периодом полураспада дефицитов счета текущих операций продолжительностью приблизительно в три года по сравнению с периодом полураспада приблизительно в три четверти года в менее крупных странах-получателях (таких как Уругвай, Финляндия, Чили и Япония).

Основным автором настоящей вставки является Кристофер М. Майснер.

¹См. долгосрочный обзор рынков капитала в работе Obstfeld and Taylor (2004); O'Rourke and Williamson (1999) — исторический анализ первого периода глобализации; López Córdova and Meissner (2003) — связь золотого стандарта и торговли и Mitchener and Weidenmier (готовится к печати) — Британская империя и торговля.

Потоки капитала и мотивы экспорта капитала, 1865–1913 годы



Источник: Clemens and Williamson (2004); and Bordo, Cavallo, and Meissner (2007).

¹Включая Аргентину, Австралию, Бразилию, Грецию, Данию, Египет, Индию, Испанию, Италию, Канаду, Нидерланды, Новую Зеландию, Норвегию, Португалию, Россию, Соединенные Штаты, Уругвай, Финляндию, Чили, Швецию, Южную Африку и Японию.

²Разница по сравнению со средней.

Детерминанты потоков капитала

Австралия, Аргентина, Канада и Соединенные Штаты были основными получателями потоков британского капитала. Капитал из Франции и Германии направлялся, в основном, в Россию, Турцию и другие европейские страны. Недавнее исследование Clemens и Williamson (2004) мотивов оттока британского капитала выявило, что важнее всего для инвесторов были долгосрочные перспективы роста. Капитал чаще всего направлялся туда, где наблюдались высокие темпы роста населения и высокие коэффициенты иммиграции на нетто-основе, в центре внимания стоял экспорт товаров, опиравшийся на обеспеченность природными ресурсами в большом объеме, при более высоком уровне образования населения (см. нижние части рисунка). Имперские отношения, история дефолтов и денежно-кредитная стабильность были дополнительными факторами, которыми объяснялась незначительная часть наблюдавшегося притока. Аналогичные экономические мотивы также играли решающую роль для других экспортеров капитала, таких как Германия (Esteves, 2008)².

В странах-основных реципиентах, таких как Канада, Аргентина и Австралия, приток дополнял внутренние сбережения, норма которых была низкой. Инвестиции направлялись, главным образом, в основные инфраструктурные проекты (железные дороги, порты, коммунальные услуги) и помогали наращивать производственные мощности. Страны с меньшим притоком обычно пользовались иностранным капиталом в целях потребления и дополнения или выравнивания низких государственных доходов³. Многие из этих стран также выпускали в значительном объеме облигации на неуказанные цели.

²Этот вывод противоречит давнему убеждению в том, что потоки французского и немецкого капитала в значительной степени определялись политическими требованиями Парижа или Берлина.

³Инвесторы первой волны глобализации использовали многие общедоступные источники для получения информации о качестве своих инвестиций. Руководство для инвесторов *Fenn on the Funds* предоставляло краткие выдержки из предыдущих проспектов облигаций каждого суверенного заемщика на лондонском рынке. Примеры таких выдержек из стран, прибегавших к заимствованию для «закрытия» разрывов в доходах или финансирования дорогостоящей войны, включали Россию (эмиссия для укрепления фонда специальных резервов), Японию (для оплаты сборов с пенсий), Египет (займ паши для погашения накопленного долга) и Австрию (выпуск в 1851 году для укрепления стоимости бумажного флорина).

Устойчивость потоков капитала и финансовые кризисы

Часть этого массивного притока капитала внезапно прекратилась с началом финансовых кризисов, которые временно снизили темпы роста до уровня ниже долгосрочных трендовых темпов (Catão, 2007). Bordo, Cavallo, и Meissner (2007) показали, что внезапное прекращение или изменение направления потоков капитала связано с предшествующим высоким уровнем притока капитала и валютным риском. Напротив, прочная резервная позиция, высокие темпы роста экспорта и тесные политические связи с кредитором ослабляли вероятность внезапного прекращения притока капитала в любой данный год. В частности крупные заемщики, пользовавшиеся доверием финансовых кругов или имевшие связи с Британской империей (такие как Канада), могли сохранить приток капитала даже во время низкого уровня международной ликвидности.

События после кризиса развивались в этих странах по-разному, но опыт менее открытых экономик и стран с недостаточно развитым финансовым сектором оказался более отрицательным. Примером служат события в Аргентине и Австралии начала 1890-х годов. Аргентина пережила серьезный банковский, валютный и долговой кризис в 1890 году, известный как кризис «Баринга»⁴. Дефолт был урегулирован через несколько лет, и слабая финансовая система и дефицит доверия со стороны международных инвесторов подавляли иностранные инвестиции в течение десятилетия. Приблизительно в то же время в Австралии также произошел серьезный банковский кризис, продолжавшийся несколько лет⁵. Тем не менее, колонии никогда не объявляли дефолта по своим внешним обязательствам, и их авторитет как заемщиков помог им избежать валютного кризиса⁶. Несмотря на весьма медленное оживление австралийской экономики, рост внутренних сбережений позволил погасить старые долги и смог стимулировать инвестиции.

⁴Кризис начался из-за чрезмерно оптимистических инвестиций банка Baring Brothers, штаб-квартира которого находилась в Лондоне, при этом ранее наблюдался кредитный бум, вызванный небольшим и слабо регулируемым внутренним банковским сектором. Кризис закончился серьезным банковским кризисом, обвалом валюты и дефолтом по долгу.

⁵Кризис в Австралии вызвала засуха в сочетании с предшествовавшим ей кредитным бумом.

⁶Австралия не выпускала собственную валюту в то время, но во время кризиса было разрешено использование векселей частных банков в качестве законного средства платежа.

Вставка 6.3 (окончание)

Выводы

В период с 1870 по 1913 год наблюдались не имевшие прецедентов в истории уровни международных потоков капитала. Эти потоки зачастую имели долгосрочный характер и финансировали основные инфраструктурные проекты во многих больших и пользовавшихся доверием странах-заемщиках. Движущей силой этих потоков было желание инвесторов в индустриальных странах

вкладывать средства в страны с потенциально высокими темпами экономического роста, и не было примеров потоков капитала в обратном направлении. Наблюдалось несколько эпизодов катастрофических финансовых кризисов, после внезапного прекращения притока капитала, особенно в случае слабого финансового развития и стран, в меньшей степени открытых для торговли.

качества данных; см. более подробные разъяснения в приложении 6.2)¹⁶. В начале вычисляется стандартная модель счета текущих операций, которая впоследствии расширяется за счет добавления совокупности финансовых переменных и показателя политической структуры¹⁷. В конце вводятся особые факторы, оказавшие влияние на страны Европы с формирующимся рынком, для того чтобы отразить особые обстоятельства этих стран¹⁸.

Стандартная модель обеспечивает в целом хорошую подгонку данных, однако позволяет объяснить лишь небольшую часть динамики сальдо счетов текущих операций в странах с формирующимся рынком в Европе и Азии (столбец «а» таблицы 6.1)¹⁹. Для стран Азии с формирующимся рынком в субпериод 2003–2006 годов сальдо счета текущих операций согласно предсказаниям этой модели должно было бы составить величину, на 1,4 процентного пункта ВВП уступающую средне-

му показателю для выборки, тогда как в действительности сальдо счета текущих операций превышало средний показатель для выборки на 3,3 процентных пункта²⁰. Аналогичным образом, для стран Европы с формирующимся рынком сальдо счета текущих операций должно было бы лишь ненамного, на 1,8 процентных пункта ВВП, уступать средней величине для выборки, хотя в действительности сальдо счета текущих операций за субпериод 2003–2006 годов было ниже средней величины для выборки на 7,4 процентных пункта ВВП.

Предпочтительная модель, в которую включены финансовые факторы и особые факторы для стран Европы с развивающимся рынком, обеспечивает гораздо лучшую подгонку, особенно для стран Европы с формирующимся рынком²¹. Согласно предпочтительной модели (приводимой в столбце «е» таблицы 6.1), основными факторами образования крупных дефицитов в странах Европы с формирующимся рынком были финансовые переменные, которыми объясняется 4,6 процентных пункта (примерно 60 процентов) из 7,4 процентных пункта дефицита (отклонения от среднего для выборки) (рис. 6.9). Среди этих переменных фактором, оказавшим наибольшее (причем намного) воздействие была национальная финансовая либерализация²². Таким фактором, как

¹⁶Панель не является сбалансированной, в силу того что значения переменных не всегда имеются по всем субпериодам и всем странам.

¹⁷Индексом политической структуры является переменная «Polity2» из проекта «Polity IV Project» (Marshall, Jaggers, and Gurr, 2004). Он охватывает ряд параметров, в том числе наличие институтов и процедур, с помощью которых граждане страны могут выражать свои действительные предпочтения в отношении альтернативных мер политики и лидеров, а также наличие институциональных ограничений на осуществление власти органами исполнительной власти.

¹⁸Во-первых, после распада Совета экономической взаимопомощи (СЭВ) большинство этих стран начало процесс интеграции в ЕС, предусматривающий повышение макроэкономической стабильности и улучшение политики. Поэтому по мере развития процесса интеграции в ЕС эти страны могли получать возможность привилегированного доступа к иностранному капиталу. Во-вторых, инвестиционные потребности стран Европы с формирующимся рынком, возможно, были особенно велики в силу того, что развал СЭВ привел к значительному обесценению основных фондов; еще одним фактором является наличие высокообразованной рабочей силы.

¹⁹Условные переменные для стран с формирующимся рынком в Азии и Европе остаются большими и существенно значимыми.

²⁰Расчеты сделаны на основе окончательной модели, представленной в столбце «е» таблицы 6.1, и представляют суммарную оценку вкладов стандартных структурных факторов.

²¹Сохраняется крупная и статистически значимая условная переменная для стран Азии с формирующимся рынком в период после кризиса 1997–1998 годов.

²²Воздействие, оказываемое национальной финансовой либерализацией, отражает, в частности, воздействие устранения барьеров для прихода иностранного капитала. Ухудшению состояния счета текущих операций способствуют также высокая степень либерализации операций с капиталом, а также относительно низкий уровень развития финансовой системы в странах Европы с формирующимся рынком (предположительно из-за того, что это препятствует сбережениям). Однако воздействие этих двух факторов крайне незначительно.

Таблица 6.1. Детерминанты сальдо счета текущих операций¹

(В процентах ВВП)

	Стандартная модель (a)	Стандартная модель плюс финансовые факторы (b)	Стандартная модель плюс финансовые факторы и факторы стран Европы с формирующимся рынком		
			(c)	(d)	(e)
Стандартные переменные					
Чистые иностранные активы (процентов ВВП, с лагом)	0,040 (5,29)***	0,035 (4,37)***	0,036 (4,47)***	0,035 (4,32)***	0,035 (4,45)***
Сальдо государственного бюджета (процентов ВВП)	0,055 (0,87)	0,07 (1,08)	0,108 (1,59)	0,115 (1,66)*	0,118 (1,77)*
Нефтяной баланс	0,247 (3,17)***	0,226 (3,07)***	0,229 (3,11)***	0,232 (3,13)***	0,231 (3,16)***
Относительный показатель числа иждивенцев престарелого возраста	-0,234 (-3,04)***	-0,178 (-2,27)**	-0,143 (-1,80)*	-0,136 (-1,69)*	-0,134 (-1,68)*
Рост населения	-0,755 (-1,77)*	-0,755 (-1,88)*	-0,727 (-1,80)*	-0,682 (-1,65)	-0,681 (-1,69)*
Возможности для роста:					
Относительный доход на душу населения (с лагом)	5,162 (3,33)***	6,693 (3,69)***	5,679 (3,06)***	5,622 (3,00)***	5,582 (3,03)***
Прирост ВВП на душу населения (с лагом)	-0,135 (-1,89)*	-0,181 (-2,64)**	-0,173 (-2,58)**	-0,162 (-2,25)**	-0,167 (-2,59)**
Финансовые факторы и политическая структура					
Емкость финансового сектора (процентов ВВП, с лагом)		0,839 (1,66)*	0,795 (1,58)	0,804 (1,59)	0,820 (1,64)
Финансовая либерализация		-3,034 (-1,85)*	-2,699 (-1,64)	-2,719 (-1,65)	-2,743 (-1,68)*
Либерализация счета операций с капиталом		-0,278 (-1,49)	-0,239 (-1,24)	-0,233 (-1,20)	-0,229 (-1,25)
Совместная значимость финансовых переменных (p-значение)		0,01**	0,04**	0,04**	0,03**
Политическая структура		-0,140 (-3,45)***	-0,145 (-3,55)***	-0,145 (-3,50)***	-0,146 (-3,54)***
Факторы стран Европы с формирующимся рынком					
Взаимодействие сальдо государственного бюджета с условной переменной для стран Европы с формирующимся рынком			-0,642 (-4,58)***	-0,108 (-0,28)	
Взаимодействие финансовой либерализации с условной переменной для стран Европы с формирующимся рынком			-4,739 (-0,82)2	-3,883 (-1,54)	-4,484 (-4,47)***
Взаимодействие сальдо государственного бюджета с интеграцией в ЕС				-1,123 (-1,62)	-1,319 (-5,32)***
Взаимодействие финансовой либерализации с интеграцией в ЕС				-0,077 (-0,01)	
Интеграция в ЕС				-1,182 (-0,09)	
Региональные факторы (необъясненные эффекты)					
Условная переменная для стран Европы с формирующимся рынком	-4,096 (-4,45)***	-3,515 (-3,94)***	0,074 (0,01)2		
Сдвиг в результате азиатского кризиса	2,921 (3,66)***	2,352 (2,79)***	2,430 (2,90)***	2,479 (2,89)***	2,518 (3,03)***
Наблюдения	215	215	215	215	215
Скорректированный R-квадрат	0,54	0,57	0,58	0,58	0,59

Источник: расчеты персонала МВФ.

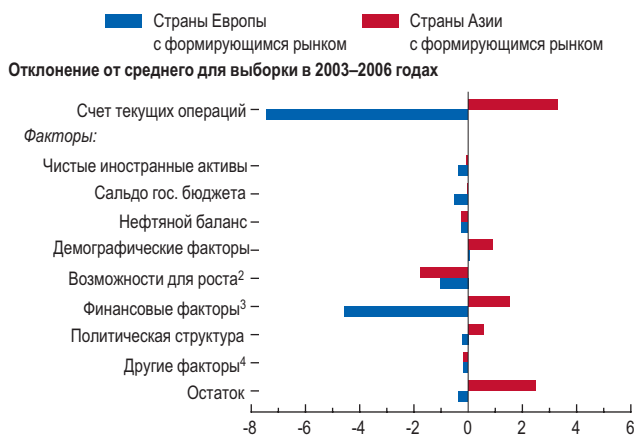
¹Устойчивая t-статистика приводится в скобках; *, ** и *** означают значимость на уровне 10 процентов, 5 процентов и 1 процента соответственно. Все регрессии включают свободный член, условную переменную для финансового центра и фиксированные во времени эффекты. Оценка регрессии производится простым методом наименьших квадратов.

²Совместно значимы на уровне 1 процента.

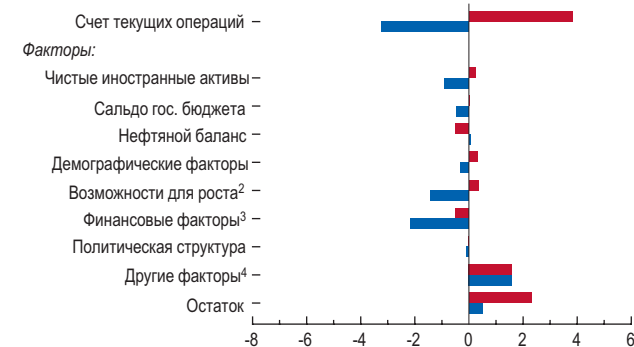
Рисунок 6.9. Факторы, объясняющие состояние счета текущих операций в странах с формирующимся рынком в Европе и Азии¹

(В процентах ВВП)

Дефициты счетов текущих операций в странах Европы с формирующимся рынком объясняются, главным образом, финансовыми факторами, однако в странах Азии значительную часть профицитов нельзя объяснить действием стандартных факторов.



Изменение в 2003–2006 годах по сравнению с 1995–1998 годами



Источник: расчеты персонала МВФ.

¹ Вклад каждой из переменных в верхней (нижней) панели вычислен в виде произведения величины отклонения значения переменной от среднего для выборки (изменения значения переменной при сравнении периода 1995–1998 годов с периодом 2003–2006 годов) и коэффициента регрессии для соответствующей переменной, приведенного в столбце «е» таблицы 6.1. См. региональную разбивку в сносках 1 и 2 к рис. 6.1.

² Вклад возможностей для роста представляет собой сумму вкладов относительного душевого дохода и прироста душевого ВВП.

³ Вклад финансовых факторов представляет собой сумму вкладов финансовой либерализации, степени либерализации счета операций с капиталом и емкости финансового сектора.

⁴ «Другие факторы» представляют собой вклад фиктивной переменной, представляющей финансовые центры.

⁵ «Другие факторы» представляют собой вклад фиксированных во времени эффектов.

возможности для роста (определяемые как возможности конвергенции, связанные с низким исходным уровнем душевого дохода и высокими показателями роста в последнее время), объясняется еще один процентный пункт размера дефицита. Другими менее важными факторами являются низкий уровень чистых иностранных активов, сальдо бюджета и отрицательный нефтяной баланс. С учетом особых европейских факторов (о которых пойдет речь ниже) необъясненный остаток для региона в целом составляет менее половины процентного пункта.

Было установлено, что в странах Азии с формирующимся рынком структурные факторы способствовали улучшению состояния счета текущих операций, однако это положительное воздействие ослаблялось из-за действия других факторов (особенно возможностей для быстрого роста). В результате, примерно 75 процентов профицита счета текущих операций остается необъясненной. К структурным факторам, которые способствовали образованию профицита счета текущих операций, относятся отсутствие финансовой либерализации, более молодое население и более низкие значения индекса политической структуры, вклад которых составил, соответственно, 1,6, 0,9 и 0,6 пункта. Действие этих факторов было частично нейтрализовано действием таких факторов, как возможности для быстрого роста, которые способствовали сокращению сальдо счета текущих операций на 1,8 пункта, и отрицательный нефтяной баланс (а также ряда других менее важных факторов).

Разложение изменения сальдо счета текущих операций с течением времени позволяет обнаружить сходную картину: увеличение дефицитов счета текущих операций в странах Европы с формирующимся рынком объясняется, главным образом, финансовой либерализацией и возможностями для роста, однако увеличение профицита в странах Азии с формирующимся рынком остается во многом необъясненным. В обоих регионах изменения в остальном мире способствовали увеличению сальдо счета текущих операций.

Особые факторы в странах Европы с формирующимся рынком

Каковы особые факторы, действующие в странах Европы с формирующимся рынком? Для изучения этого в рамках предпочтительной модели была предусмотрена возможность использования отдельных коэффициентов регрессии для стран Европы с формирующимся рынком и, следовательно, снижения до нуля значения условной переменной для стран Европы с формирующимся рынком (см. столбец

«с» таблицы 6.1). Факторами, приводящими к возникновению значительных дифференцированных эффектов, являются бюджетное сальдо и финансовая либерализация. Во-первых, обнаруживается, что в странах Европы с формирующимся рынком финансовая либерализация оказывает более выраженное воздействие на сальдо счета текущих операций, чем в остальной части выборки. Таким образом, значительный вклад финансовой либерализации в образование дефицитов счета текущих операций в странах Европы с формирующимся рынком отражает как более высокий уровень финансовой либерализации, так и большую силу воздействия данного уровня финансовой либерализации на счет текущих операций. Во-вторых, хотя профицит государственного бюджета приводит к улучшению (хотя и не очень значительному в статистическом смысле) состояния счета текущих операций для выборки в целом, он способствует ухудшению состояния счета текущих операций в странах Европы с формирующимся рынком.

Одно из возможных объяснений этих дифференцированных эффектов лежит в том, что после прекращения торговых связей с бывшим СССР большинство стран Европы с формирующимся рынком стало участниками процесса интеграции в ЕС²³. Интеграция в ЕС была одним из важных факторов финансовой либерализации, проявившейся, в частности, в том, что в этом регионе появилась значительная и постоянно увеличивавшаяся доля банков, находящихся в собственности западных европейцев. Процесс интеграции в ЕС сопровождался также повышением бюджетной дисциплины (одного из Маастрихтских критериев), что служило свидетельством макроэкономической стабилизации и улучшения политики и, благодаря этому, могло способствовать получению этими странами привилегированного доступа к иностранному капиталу. В целях проверки этой гипотезы в модель вводится показатель степени европейской интеграции, значение которого соответствует достижению разных этапов в официальном процессе интеграции, а именно, подаче заявления на вступление в ЕС, началу переговоров о вступлении в ЕС, вступлению в ЕС, присоединению к МВК-2 и переходу на использование евро.

Взаимодействие переменной, представляющей сальдо государственного бюджета, с показателем

²³См. работу Herrmann and Winkler (2008), в которой рассматривается роль европейской экономической интеграции в изменении дефицитов счетов текущих операций в странах Европы с формирующимся рынком. Как и в нашем анализе, авторы этой работе определяют специфические региональные последствия, которые привели к возникновению того, что они называют «клубами участников конвергенции».

степени интеграции в ЕС подтверждает справедливость указанного толкования: отрицательное воздействие бюджетного профицита на счет текущих операций тем сильнее, чем ближе страна к вступлению в ЕС (при этом взаимодействие с простой условной переменной для стран Европы с формирующимся рынком теряет свою значимость) (см. столбец «d» таблицы 6.1). При сокращении дефицита государственного бюджета укрепляется уверенность иностранных инвесторов в том, что страна успешно продвигается вперед по пути присоединения к ЕС, а по мере развития интеграции снижается премия за риск²⁴. Различия между бюджетными показателями стран Балтии и Юго-восточной Европы, состояние сальдо бюджета которых улучшилось, и показателями стран Центральной Европы, бюджетное сальдо которых ухудшилось, во многом позволяют объяснить различия в состоянии счетов текущих операций в странах Европы с формирующимся рынком (рис. 6.10)²⁵.

В отличие от этого, дифференцированное воздействие финансовой либерализации на состояние счетов текущих операций в странах Европы с формирующимся рынком прямо не связано с институциональным показателем степени европейской интеграции. Тем не менее есть определенные подтверждения того, что более выраженное воздействие на счет текущих операций может быть связано с характерным для финансовой либерализации в этих странах массовым приходом иностранных банков, поскольку они принесли с собой дополнительный иностранный капитал и могли, в целом, содействовать расширению доступа к иностранному капиталу (см. приложение 6.2)²⁶.

²⁴Это может объясняться также проциклической реакцией бюджетного сальдо на экономический подъем, опирающийся на приток иностранного капитала, величина которого в странах Европы с формирующимся рынком, вероятно, особенно велика.

²⁵Однако этот фактор не является главной причиной образования отрицательного совокупного сальдо для стран Европы с формирующимся рынком в силу того, что бюджетные изменения в разных частях региона стран Европы с формирующимся рынком имели противоположную направленность.

²⁶В работе Abiad, Leigh, and Modu (2007) делается вывод о том, что финансовая интеграция является важным фактором, объясняющим дефициты счета текущих операций в странах Европы с формирующимся рынком. В работе Herrmann and Winkler (2008) также приводятся подтверждения того, что присутствие иностранных банков является важным фактором, объясняющим различия в состоянии сальдо счетов текущих операций между странами с формирующимся рынком в Азии и Европе. В работе Mihaljek (2007) было установлено, что иностранные банки содействовали внедрению новых продуктов, совершенствованию эффективности финансового сектора и укреплению управления риском и, благодаря этому сыграли важную роль в ускорении роста кредита в странах Центральной и Восточной Европы.

Чем объясняется остальная часть профицита счета текущих операций в странах Азии с формирующимся рынком

Хотя модель в определенной мере успешно объясняет возникновение дефицитов счетов текущих операций в странах Европы с формирующимся рынком действием структурных факторов, особенно фактором национальной финансовой либерализации, профициты, образовавшиеся после кризиса в странах Азии с формирующимся рынком, остаются в основном необъясненными даже после добавления финансовых переменных к стандартным структурным факторам²⁷. В странах Азии с формирующимся рынком большинство структурных факторов, в том числе возможности для роста, финансовая либерализация, политическая структура и демографические особенности, оказали сходное воздействие на сальдо счетов текущих операций различных субрегионов, хотя это влияние было несколько большим в случае Китая (см. рис. 6.10). Однако значительная часть профицита счета текущих операций в странах «азиатских тиграх» (включая Корею) и, в меньшей степени, в Китае не объясняется действием структурных факторов. Одним из факторов, которые нередко упоминаются при объяснении причин крупных профицитов в странах Азии с формирующимся рынком, является оценка обменных курсов. Показатель отклонения реального эффективного обменного курса от его предсказанного уровня свидетельствует о том, что после азиатского кризиса обменные курсы в «азиатских тиграх» и Китае были низкими или снижались относительно предсказанных уровней этих курсов, хотя с 2003 года происходила некоторая коррекция (рис. 6.11)²⁸.

²⁷Дополнительные переменные были протестированы, но оказались статистически незначимыми. К ним относятся доля занятых в сельском хозяйстве и различия в производительности труда между сельским хозяйством и остальной экономикой (в целях отражения значительного пула не полностью занятой рабочей силы в странах Азии с формирующимся рынком), доля субсидий и социальных трансфертов в ВВП (в качестве косвенного показателя систем социальной защиты), индекс условий торговли и стандартное отклонение этого индекса (как побудительная причина сбережений из соображений предосторожности), показатель открытости в торговле, курсовой режим и переменная, обозначающая начало банковских кризисов.

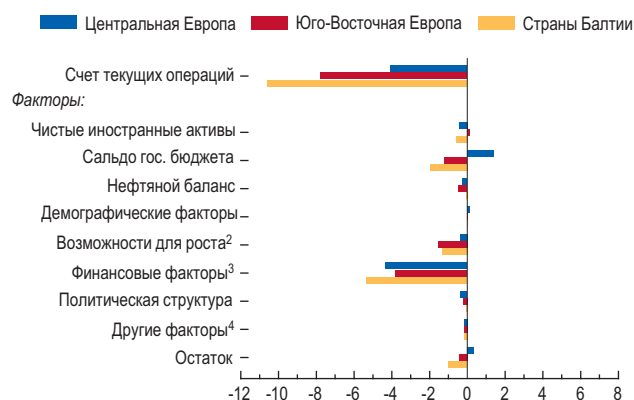
²⁸Отклонение реального эффективного валютного курса определяется по методу равновесного курса, который был разработан в рамках оценки, проводимой Консультативной группой МВФ по вопросам валютных курсов (КГВК), а величина этого отклонения вычисляется в виде остатка регрессии реального эффективного валютного курса на основе индекса потребительских цен (ИПЦ) по разнице в производительности труда между производством внешнеторговых и невнешнеторговых товаров (для отражения эффекта Балашши-Самуэльсона), другим факторам, влияющим на

Рисунок 6.10. Факторы, объясняющие состояние счета текущих операций: результаты по субрегионам¹

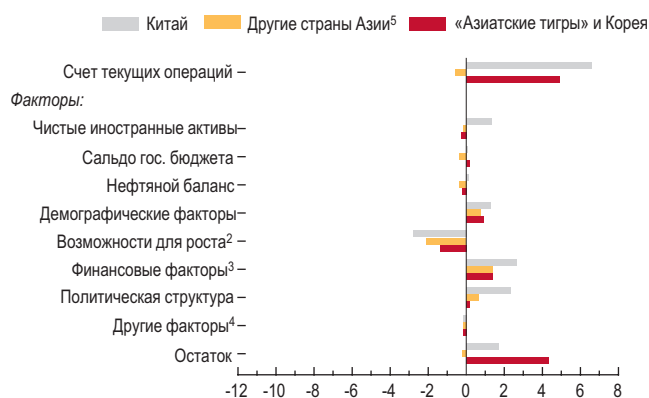
(В процентах ВВП; отклонение от среднего для выборки в 2003–2006 годах)

В пределах группы стран Европы с формирующимся рынком различия между регионами в основном объясняются расхождениями в бюджетных показателях. В группе стран Азии с формирующимся рынком структурные факторы не позволяют объяснить большую часть региональных различий.

Страны Европы с формирующимся рынком



Страны Азии с формирующимся рынком



Источник: расчеты персонала МВФ.

¹Вклад каждой из переменных вычислен в виде произведения величины отклонения значения переменной от среднего для выборки и коэффициента регрессии для соответствующей переменной, приведенного в столбце «е» таблицы 6.1. Страны в региональной разбивке см. в приложении 6.2.

²Вклад возможностей для роста представляет собой сумму вкладов относительного душевого дохода и прироста душевого ВВП.

³Вклад финансовых факторов представляет собой сумму вкладов финансовой либерализации, степени либерализации счета операций с капиталом и емкости финансового сектора.

⁴«Другие факторы» представляют собой вклад фиктивной переменной, представляющей финансовые центры.

⁵Исключая Вьетнам по соображениям отсутствия данных.

С другой стороны, в странах Азии с низким доходом уровни обменных курсов в течение большей части этого периода были низкими, но постепенно повышались. Выдвигались различные объяснения причин этих низких и/или снижающихся обменных курсов, например, желание накопить значительные резервы из соображений предосторожности, что могло быть актуально для переживших кризис стран в течение какого-то времени после окончания кризиса, а также использование модели развития экономики на основе экспорта (Aizenman, 2006, 2007; Becker and others, 2007; Cheung and Qian, 2007; Jeanne, 2007)²⁹.

Существует явная отрицательная корреляция между необъясненным компонентом сальдо счета текущих операций (оставшимся после учета структурных факторов) и отклонением обменного курса от его предсказанного уровня, свидетельствующая о том, что низкий обменный курс связан с более высоким сальдо счета текущих операций (рис. 6.12)³⁰. Существует также положительная, но более слабая корреляция между суммой резервов (косвенным показателем предпочтений в отношении накопления резервов) и сальдо счета текущих операций. Результаты простой регрессии (не приведенной здесь) подтверждают, что отклонение обменного курса от его предсказанного уровня и (в меньшей степени) значительный объем резервов позволяют вдвое, до 1 процентного пункта ВВП, сократить необъясненный профицит счета текущих операций в странах Азии с формирующимся рынком.

относительные цены (потребление сектора государственного управления, индекс торговых ограничений, регулирование цен и условия торговли биржевыми товарами) и чистым иностранным активам (см. Lee et al., 2008). Преимуществом использования остатка, полученного методом равновесного реального курса, является то, что в отличие от количественного показателя отклонения от равновесия он не основан на информации о размере сальдо счета текущих операций.

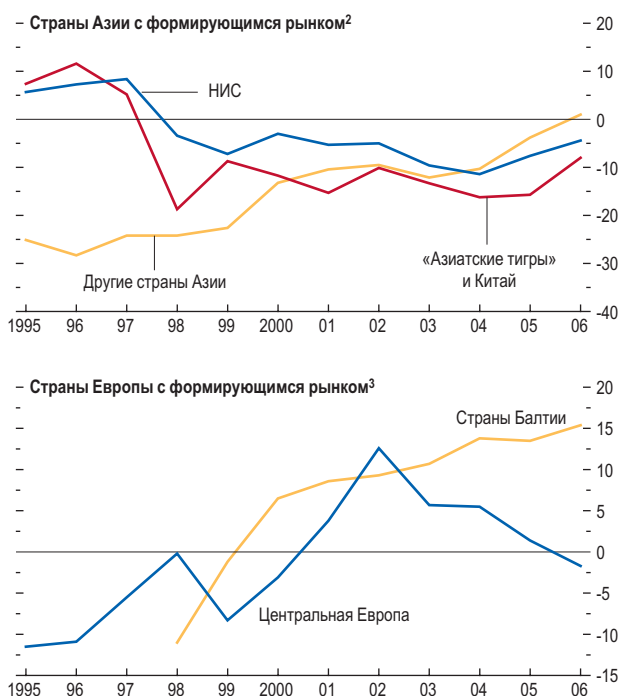
²⁹В работе Cheung and Qian (2007) обнаружены подтверждения конкурентного накопления резервов в странах Азии с формирующимся рынком, осуществлявшегося в целях недопущения повышения реального обменного курса и, следовательно, снижения конкурентоспособности. Расчеты авторов показывают, что после нейтрализации влияния обычных переменных увеличение международных резервов одной страны на один доллар ассоциируется с увеличением резервов на примерно 0,6 доллара в других странах региона. В работе Zhang (готовится к публикации) утверждается, что увеличение сальдо счета текущих операций и особенно сбережений корпораций в Китае отчасти связано со скрытым притоком капитала (замаскированным с помощью завышения стоимости экспорта в счетах-фактурах) в предвидении повышения курса национальной валюты.

³⁰Полуэластичность отношения счета текущих операций к ВВП по обменному курсу пропорциональна степени открытости страны для торговли (Lee et al., 2008). Поэтому анализировалось взаимодействие между показателем отклонения обменного курса и отношением суммы экспорта и импорта (скорректированных с учетом торговли промежуточными товарами) к ВВП.

Рисунок 6.11. Отклонения от предсказанных уровней эффективного обменного курса¹

(В процентах)

Относительно предсказанных уровней обменные курсы в последние годы были занижены в странах Азии с формирующимся рынком и завышены в странах Европы с формирующимся рынком. В последнее время обменные курсы вернулись к равновесным уровням в странах Центральной Европы, однако в странах Балтии отклонение от предсказанных уровней увеличилось.



Источник: расчеты персонала МВФ.

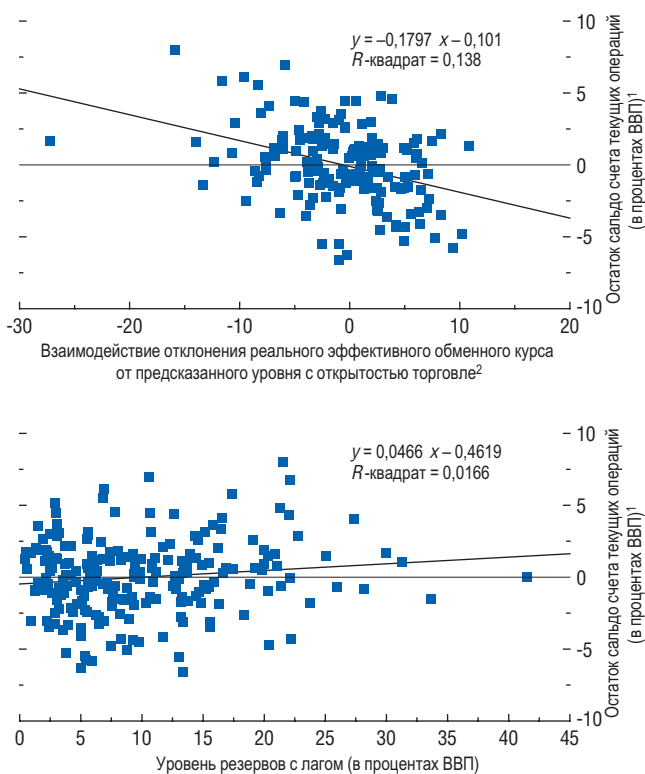
¹На основе подхода с использованием равновесного реального обменного курса, разработанного в ходе проведения оценок Координационной группы по вопросам валютных курсов (Lee and others, 2008).

²К новым индустриальным странам (НИС) относятся Гонконг, САР, Корея и Сингапур, к странам «азиатским тиграм» — Индонезия, Малайзия, Таиланд и Филиппины. Другие страны Азии включают Индию и Пакистан.

³К странам Центральной Европы относятся Венгрия, Польша, Словацкая республика и Чешская Республика. По странам Юго-Восточной Европы сопоставимых данных нет.

Рисунок 6.12. Остаток сальдо счета текущих операций, отклонение реального эффективного обменного курса от предсказанного уровня и уровень резервов
(В процентах ВВП, если не указано иное)

Низкий обменный курс и высокий уровень резервов, возможно отражающий стремление накопить резервы, ассоциируются с относительно большим остатком сальдо счета текущих операций



Источники: МВФ, «Статистика платежного баланса», МВФ, «Международная финансовая статистика», Lee and others (2008), расчеты персонала МВФ.

¹ Остаток сальдо счета текущих операций — это часть сальдо счета текущих операций, которая осталась не объясненной после того, как было учтено действие структурных факторов, согласно показателям регрессии, приведенным в столбце «е» таблицы 6.1.

² Открытость торговли определяется в виде отношения суммы экспорта и импорта (скорректированной на торговлю промежуточной продукцией) к ВВП.

Однако такие простые регрессии не позволяют получить надежных результатов в отношении причинно-следственной зависимости в связи с тем, что отклонение обменного курса от его предсказанного уровня определяется совместно со счетом текущих операций и потому не является истинно экзогенным. Это затрудняет установление причин низких и/или снижающихся обменных курсов в странах Азии с формирующимся рынком, то есть обусловлены ли они сознательно проводимой политикой или же являются эндогенным результатом действия невыясненных фундаментальных факторов, не включаемых в модель счета текущих операций и оказывающих воздействие как на счет текущих операций, так и на обменный курс. Экзогенный показатель курсовой политики сложно получить.

Устойчивость дисбалансов счета текущих операций

В связи с крупными и сохраняющимися длительное время дисбалансами счетов текущих операций в странах с формирующимся рынком в Азии и Европе возникает два вопроса: как долго они могут просуществовать и каким образом — внезапно или плавно — будет, скорее всего, происходить их урегулирование. Дефициты счета текущих операций в странах Европы с формирующимся рынком в основном можно объяснить действием структурных и финансовых переменных, но это не означает, что дефициты могут сохраняться бесконечно долго. Быстрая либерализация финансового сектора в странах Европы с формирующимся рынком не только ускорила получение доступа к капиталу, но с способствовала возникновению кредитного бума и сопровождающего его риска переориентации денежных средств на менее продуктивные направления их использования (Duenwald, Gueorguiev, and Schaechter, 2005; Rioja and Valev, 2004). В настоящей главе выделяется и анализируется ряд исторических примеров крупных длительных профицитов и дефицитов и на их основе делаются выводы в отношении вероятной длительности сегодняшних дисбалансов в странах с формирующимся рынком в Европе и Азии³¹.

Крупные и длительные дисбалансы счета текущих операций определяются как дефициты или

³¹ Есть всего несколько работ, посвященных эмпирическому анализу стойкости эпизодов несбалансированности счета текущих операций в странах с формирующимся рынком. В работе Edwards (2007) указывается, что крупные профициты счета текущих операций, как правило, не бывают длительными. В работе Aizenman and Sun (2008) делается вывод о том, что длительность дефицитов счета текущих операций отрицательно коррелирует с относительным размером дефицита.

профициты счета текущих операций, размер которых превышает 3 процента ВВП и которые сохраняются не менее трех лет, при условии что в течение этого периода они не претерпевают кардинальных изменений³². Согласно такому критерию, в период 1960–2007 годов имели место 69 эпизодов дефицита и 15 профицита, причем чаще всего они встречались в период 1990–2005 годов (рис. 6.13; см. перечень всех таких эпизодов в приложении 6.2). Интересно отметить, что если в странах Европы с формирующимся рынком значительное большинство дефицитов счета текущих операций относится к крупным и длительным, то среди стран Азии в период после азиатского кризиса критериям крупных и длительных отвечают только профициты в Малайзии и Китае³³. Эпизоды дефицита дополнительно разбиваются в зависимости от того, каким образом — внезапно или постепенно — они завершились, при этом считается, что они завершились внезапно, если в год, следующий за окончанием эпизода, состояние счета текущих операций улучшилось на 4 процентных пункта ВВП³⁴. Среди уже закончившихся эпизодов дефицита примерно одна треть завершилась внезапно.

Эпизоды профицитов в Китае и Малайзии представляют собой отклонение от исторической нормы. Крупные длительные профициты счета текущих операций встречались относительно редко (они составляют примерно четвертую часть всех эпизодов длительных дисбалансов) и преимущественно в странах с развитой экономикой. В ходе предыдущих исследований было также обнаружено, что внезапная коррекция профицитов происходит в редких случаях (Edwards, 2007)³⁵. С учетом этого в остальной части настоящего раздела рассматриваются в основном эпизоды дефицита, относящиеся к намного более распространенному,

³²См. приложение 6.2, в котором приводится подробное описание методологии, основанной на алгоритме корректировки, сформулированном в главе 3 апрельского 2007 года выпуска «Перспектив развития мировой экономики». Критерии аналогичны критериям определения кардинальных изменений, используемым в литературе (см., например, Freund and Warnock, 2005).

³³Крупные длительные профициты отмечены также в некоторых НИС. Однако эти страны более не считаются странами с формирующимся рынком, а Сингапур и Гонконг САР отличаются в том отношении, что являются финансовыми центрами.

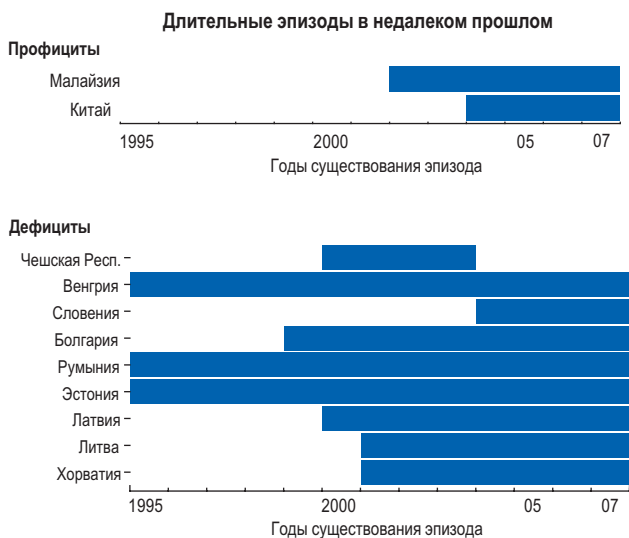
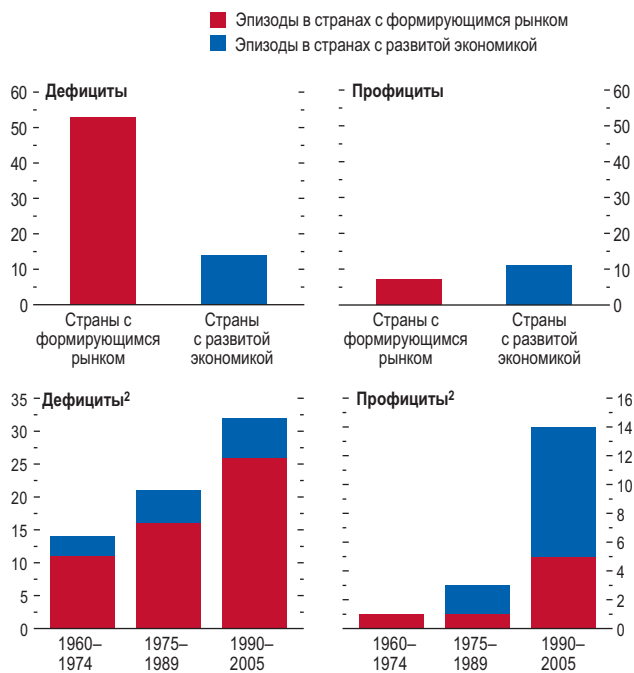
³⁴См. схожее определение в работе Edwards (2007).

³⁵В главе 3 апрельского 2007 года выпуска «Перспектив развития мировой экономики» делается вывод о том, что кардинальное изменение профицитов в странах с развитой экономикой и формирующимся рынком было связано с ускорением роста ВВП и повышением реального обменного курса.

Рисунок 6.13. Эпизоды длительных крупных дефицитов и профицитов счета текущих операций, 1960–2007 годы¹

(Количество эпизодов, если не указано иное)

Эпизоды дисбалансов в странах с формирующимся рынком, как правило, связаны с образованием дефицитов, которые стали более частым явлением начиная с 1990-х годов.



Источники: МВФ, «Статистика платежного баланса» и оценки персонала МВФ.

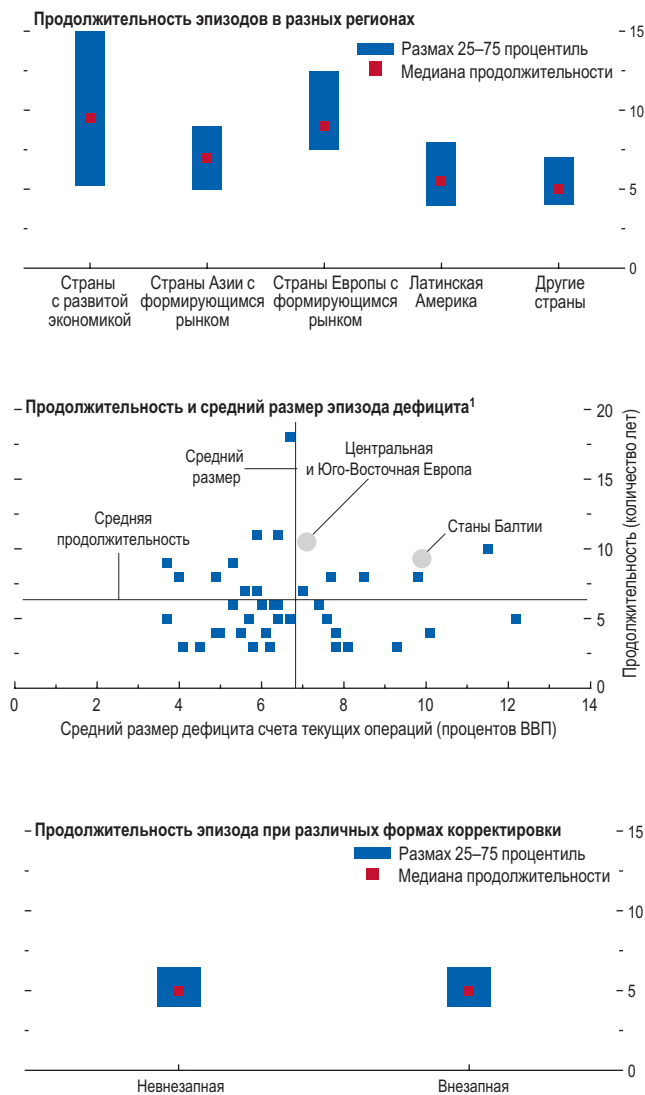
¹ Длительные крупные дефициты и профициты определяются как сальдо счета текущих операций, которое превышает три процента ВВП, сохраняется не менее трех лет подряд и не претерпевает резких корректировок (в сторону улучшения или ухудшения) на протяжении эпизода существования дисбаланса, согласно определению в главе 3 апрельского 2007 года выпуска «Перспектив развития мировой экономики».

² Год начала эпизода.

Рисунок 6.14. Продолжительность существования крупных длительных дефицитов счета текущих операций, 1960–2007 годы

(Количество лет)

Эпизоды дисбаланса в странах Европы с формирующимся рынком, как правило, длятся дольше, чем в других странах с формирующимся рынком. Большая длительность эпизодов не означает их меньшей величины в сравнении со средней величиной дефицита счета текущих операций и большей вероятности их внезапного прекращения.



Источники: МВФ, «Статистика платежного баланса» и оценки персонала МВФ.

¹Выборка состоит только из завершившихся эпизодов в странах с формирующимся рынком. Незавершившиеся эпизоды в странах Европы с формирующимся рынком включены для целей сравнения. Продолжительность и размер дефицита не коррелированы.

²Внезапная корректировка определяется как улучшение состояния сальдо счета текущих операций более чем на 4 процента ВВП в год, следующим за годом окончания эпизода (Edwards, 2007).

особенно в странах с формирующимся рынком, типу крупных длительных дисбалансов³⁶.

Сохраняющиеся дефициты в странах Европы с формирующимся рынком необычны с точки зрения как своей продолжительности, так и величины (рис. 6.14). В среднем, длительность дефицитов счета текущих операций в странах Европы с формирующимся рынком составляет 9½ лет, что примерно на 3 года больше, чем в других странах с формирующимся рынком, причем большинство таких эпизодов еще продолжается. Небезынтересно, что более длительные эпизоды, как свидетельствуют исторические данные, необязательно отличаются меньшей интенсивностью (сохраняющиеся дисбалансы в странах Европы с формирующимся рынком явно соответствуют такой динамике); кроме того, вероятность их внезапного завершения не выше, чем случае более коротких эпизодов³⁷. Возможное объяснение этого лежит в том, что наличие длительных дефицитов может являться признаком прочности экономического положения, обусловленного обилием возможностей для инвестиций или высокими, позволяющими наверстать отставание темпами роста производительности труда, что будет способствовать привлечению крупных притоков иностранного капитала и, в конечном итоге, приведет к плавному урегулированию дисбалансов³⁸.

Межрегиональные различия в длительности дисбалансов со всей очевидностью проявляются в функциях выживаемости, выводимых на основе анализа продолжительности эпизодов (рис. 6.15) и позволяющих получить оценку правдоподобия сохранения крупного дефицита заданной продолжительности с помощью статистического анализа наблюдений, выполняемого на основе оценок кривых выживаемости методом Каплан-Мейера. Более пологая кривая для стран Европы с формирующимся рынком (левая верхняя панель) указывает на более высокую правдоподобность сохранения крупного

³⁶Это соответствует представлениям о том, что потоки капитала устремляются в страны с большими возможностями для роста, а также результатам недавних исследований, приводимым в литературе (см. «Перспективы развития мировой экономики», апрель 2007 года, и Edwards, 2007).

³⁷Справедливость такого вывода сохраняется вне зависимости от величины корректировки при использовании уровней, составляющих 2 или 3 процента ВВП, в качестве порога для отнесения коррекции к категории внезапных.

³⁸Еще одной возможной причиной положительной корреляции между длительностью и интенсивностью эпизодов является то, что с увеличением продолжительности периодов иностранного заимствования уровни чистых иностранных активов, как правило, снижаются, а это, в свою очередь, отрицательно сказывается на компоненте чистого дохода по счету текущих операций. См. также Lane and Milesi-Feretti (2007).

дефицита и, следовательно, предполагает большую, чем в других регионах, длительность их существования³⁹. Сравнение функций выживаемости в разрезе различных подгрупп и характеристик показывает, что длительность дефицитов увеличивается в случаях, когда страна характеризуется высоким исходным уровнем чистых иностранных активов, большей степенью либерализации счета операций с капиталом, более низкими реальными доходами на душу населения и более высокими темпами роста ВВП. Представляется, что лишь немногие данные прямо указывают на то, что продолжительность эпизодов дефицита зависит от типа используемого курсового режима.

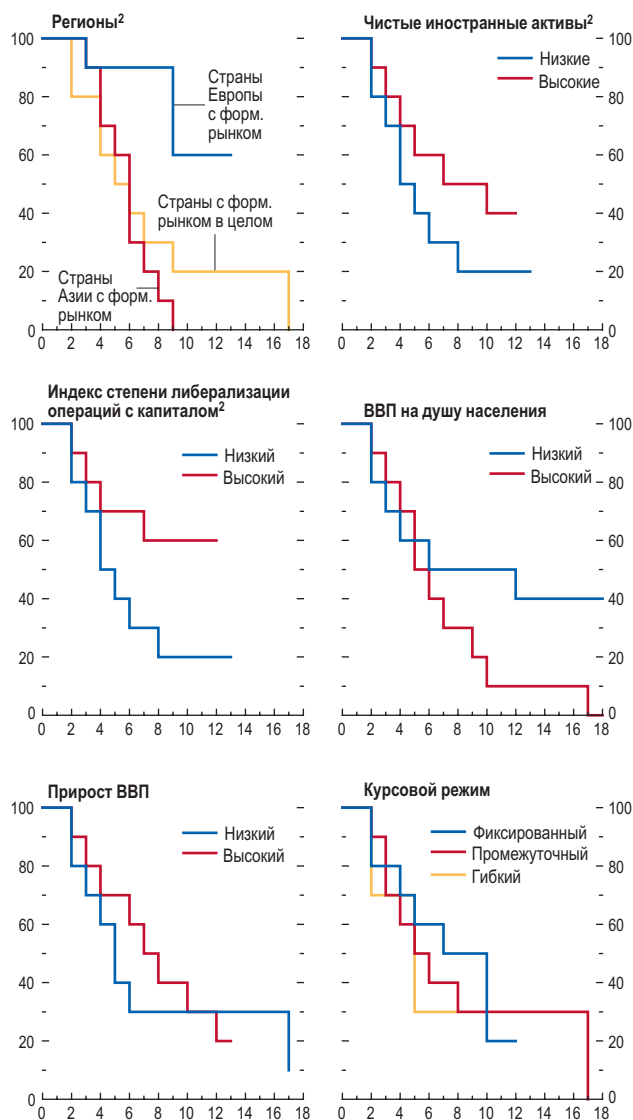
Результаты более строгого анализа продолжительности существования дисбалансов свидетельствуют о том, что длительность эпизодов дефицитов в странах Европы с формирующимся рынком во многом связана с такими факторами, как либерализация счета операций с капиталом, либерализация финансовых систем и высокий исходный уровень чистых иностранных активов (таблица 6.2; см. дополнительные подробности в приложении 6.2)⁴⁰. Этими же факторами, в целом, объясняются и большие размеры дефицитов в этих странах (см. рис. 6.9 и 6.10). Большие возможности для развития экономики, выражаемые низким исходным уровнем душевого дохода и высокими темпами роста, наблюдаемыми во время эпизодов дефицита, открывают дополнительные возможности для производительных инвестиций и, благодаря этому, как правило, способствуют продолжению доступа этих стран к иностранному капиталу. Либерализация счета операций с капиталом позволяет упростить доступ к иностранному капиталу, а финансовая либерализация способствует совершенствованию финансового посредничества и, следовательно, облегчает задачу поддержания

³⁹В работе Berg, Ostry, and Zettelmeyer (2008) используется сходный эмпирический подход, но предметом анализа являются срок существования и показатели выживаемости эпизодов ускоренного экономического роста.

⁴⁰Модель достаточно точно предсказывает, что в странах Европы с формирующимся рынком длительность эпизодов будет большей (в среднем, на два-три года), чем в других странах с формирующимся рынком, что соответствует данным текущих наблюдений. Кроме того, при принятии в расчет структурных факторов значимость региональных факторов утрачивается (см. столбцы «а» и «е» в таблице 6.2). Регрессионный анализ подтверждает, что величина дефицита счета текущих операций в ходе эпизода не оказывает воздействия на его длительность. К другим факторам, удлиняющим период существования дефицитов, относятся низкая экономическая активность в странах с развитой экономикой, что ведет к высвобождению капитала, который устремляется в страны с формирующимся рынком, а также более высокие показатели индекса политической структуры.

Рисунок 6.15. Функции выживаемости эпизодов дефицита¹
(Количество лет на оси x; процентов на оси y)

Основными факторами, ассоциирующимися с длительным иностранным заимствованием (то есть высокими показателями выживаемости) являются высокий исходный уровень чистых иностранных активов, либерализация движения капитала и благоприятные возможности для роста.



Источник: оценки персонала МВФ.

¹Оценки функции выживаемости по методу Каплана-Мейера. Высокие и низкие уровни определяются по отношению к медианному уровню.

²Разница между функциями выживаемости является статистически значимой на уровне 10 и менее процентов (логранговый критерий).

Таблица 6.2. Регрессии продолжительности существования длительных и крупных дефицитов счета текущих операций¹

	Только региональные факторы (a)	Региональные и стандартные факторы (b)	Региональные стандартные и другие факторы (c)	Региональные стандартные и другие факторы (d)	Базисная модель со стандартными и другими факторами (e)	Базисная модель со стандартными и др. факторами, искл. страны Европы с форм. рынком (f)
Стандартные переменные						
Исходный уровень чистых иностранных активов (процентов ВВП)		1,00 (-0,16)	0,98 (-1,02)	0,98 (-1,37)	0,98* (-1,79)	0,96** (-2,21)
Логарифм исходного уровня душевого ВВП		1,08 (0,16)	1,96 (1,13)	8,33*** (2,86)	3,13*** (2,74)	4,84*** (3,24)
Среднее сальдо счета текущих операций		0,97 (-0,25)	1,03 (0,29)	1,09 (0,70)	1,17 (1,23)	1,02 (0,13)
Средний баланс чистого дохода		0,67* (-1,89)	0,68* (-1,68)	0,74 (-1,60)	0,83 (-1,22)	0,83 (-1,01)
Средний разрыв между фактическим и потенциальным объемами производства (страны с развитой экономикой)		1,01** (2,33)	1,01*** (3,18)	1,01*** (3,16)	1,02*** (4,07)	1,01*** (3,42)
Финансовые факторы и политическая структура²						
Средняя степень либерализации счета операций с капиталом			0,62*** (-2,68)	0,52*** (-3,58)	0,58*** (-3,14)	0,47*** (-3,91)
Средний показатель политической структуры			0,92** (-1,99)	0,93 (-1,61)	0,89*** (-2,90)	0,92** (-2,13)
Факторы, отображающие показатели роста						
Средний рост реального ВВП на душу населения				0,84 (-1,15)	0,77** (-2,11)	1,01 (0,11)
Средний вклад чистого увеличения экспорта ³				0,58** (-2,99)	0,75* (-1,94)	0,67** (-2,51)
Региональные факторы						
Страны Европы с формирующимся рынком ⁴	0,13* (-1,87)	0,07** (-2,26)	0,04** (-2,48)	0,13 (-1,41)		
Страны Азии с формирующимся рынком ⁴	2,72* (1,70)	2,34 (0,89)	0,9 (-0,09)	11,2 (1,58)		
Страны Латинской Америки	2,35* (1,66)	1,28 (0,29)	0,57 (-0,53)	3,49 (0,96)		
Другие страны с формирующимся рынком	5,49** (1,98)	6,13** (2,04)	2,03 (0,74)	4,52 (1,50)		
Число эпизодов	48	48	48	48	48	49
Число неудач	31	31	31	31	31	30
Среднеквадратическая ошибка ⁵	22,3	12,7	14,4	6,8	7,3	3,3

Источник: расчеты персонала МВФ.

¹Примечание: *t*-статистика приводится в скобках; *, ** и *** означают значимость на уровне 10, 5 и 1 процента соответственно. Средние величины рассчитываются как усредненные показатели для эпизода существования дефицита. Регрессия Вейбулла. Коэффициенты обозначают величину относительного риска, причем значения меньше (больше) 1 отражают меньший (большой) риск окончания эпизода, подразумевая тем самым более долгую (короткую) продолжительность длительного дефицита.

²Эффект либерализации национального финансового сектора рассматривается в приложении 6.2.

³Вклад чистого увеличения экспорта определяется как средний темп реального прироста ВВП за год на протяжении эпизода, который можно объяснить изменениями в чистом сальдо экспорта.

⁴См. страны, вошедшие в региональную разбивку, в таблице 6.4 приложения 6.2.

⁵Среднеквадратическая ошибка прогноза в отношении продолжительности завершившихся эпизодов.

дефицитов⁴¹. Эмпирический анализ показывает также, что при небольшом вкладе чистого экспорта в прирост реального ВВП длительность эпизодов несбалансированности, как правило, сокращается⁴².

С помощью оценок модели и наблюдаемых экономических детерминант можно предсказать длительность эпизодов существования дефицитов в странах Европы с формирующимся рынком. Такие прогнозы показывают, что длительность большинства дефицитов в этих странах оказалась большей, чем ожидалось (рис. 6.16)⁴³. Ввиду того что эпизоды дефицита в большинстве стран Европы с формирующимся рынком еще продолжаются, эти страны не были включены в параметры, положенные в основу спецификации, которая использовалась при прогнозировании длительности таких эпизодов (см. столбец «f» в таблице 6.2); благодаря этому обеспечивается независимость результатов от особых характеристик этих стран. Наиболее длительные эпизоды прогнозируются для Румынии, Словацкой Республики и Эстонии, а их средняя продолжительность составляет 8,9 года. Дефициты в остальных двух странах Балтии (Латвии и Литве), согласно прогнозам, должны продлиться 7,8 года, а в случае Болгарии и Венгрии прогнозируются значительно более короткие периоды (4,2 года)⁴⁴.

Одной из причин, в силу которых страны Европы с формирующимся рынком смогли привлекать иностранный капитал на протяжении длитель-

⁴¹Следует упомянуть три фактора, которые эмпирически не коррелируют с продолжительностью существования крупных дефицитов: 1) величина дефицита счета текущих операций во время эпизода, хотя уменьшение обязательств по платежам в погашение иностранных обязательств, выражаемое средним сальдо чистого дохода, дает дополнительные возможности для продолжения иностранного заимствования; 2) вид притока капитала, в частности средний размер притока ПИИ; 3) тип курсового режима (фиксированный или гибкий), хотя последнее не помогает объяснить характер урегулирования эпизодов несбалансированности (см. ниже). См. подробное изложение результатов, имеющих отношение к национальной финансовой либерализации, в приложении 6.2.

⁴²Из-за недостатков данных сложно сформировать достаточно крупную выборку, позволяющую непосредственным образом тестировать последствия отклонения реального обменного курса от его предсказанных значений. Результаты, полученные на основе небольшой выборки, говорят о том, что завышение обменного курса, как правило, ведет к сокращению длительности эпизодов дефицита, однако этот коэффициент не является статистически значимым.

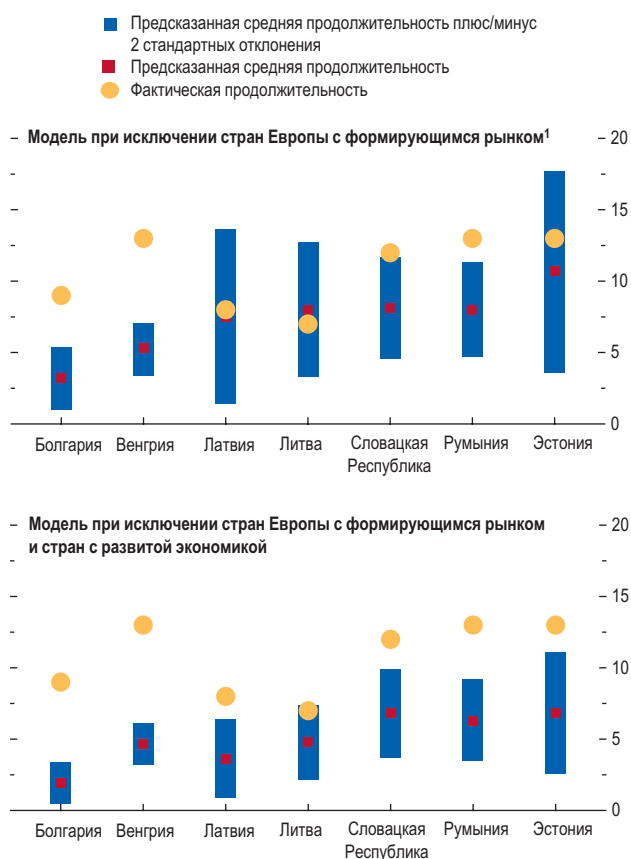
⁴³Финансовая глобализация, благодаря ее положительному воздействию на доступность внешнего финансирования, также позволяет объяснить, почему эпизоды заимствования длятся дольше, чем ожидалось.

⁴⁴При прогнозировании «в пределах выборки», то есть на основе оценок модели, также включающей данные по странам Европы с формирующимся рынком, ожидаемая длительность дефицитов будет существенно большей — более чем вдвое, в случае стран Балтии.

Рисунок 6.16. Предсказанная продолжительность и фактическая длительность продолжающихся эпизодов дефицита

(Количество лет)

По отношению к основным на экономических детерминантах прогнозам модели продолжающиеся эпизоды дисбалансов в странах Европы с формирующимся рынком представляются довольно длительными, особенно при сравнении с данными по другим странам с формирующимся рынком.

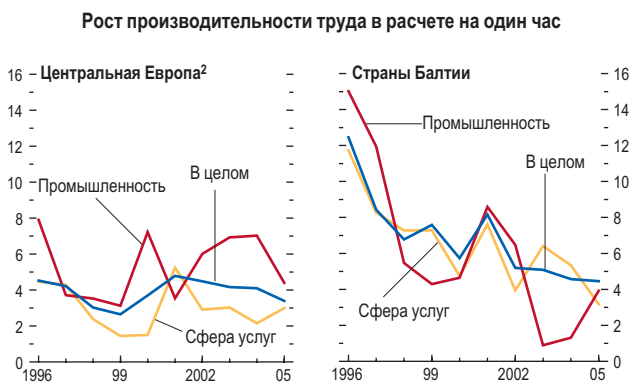
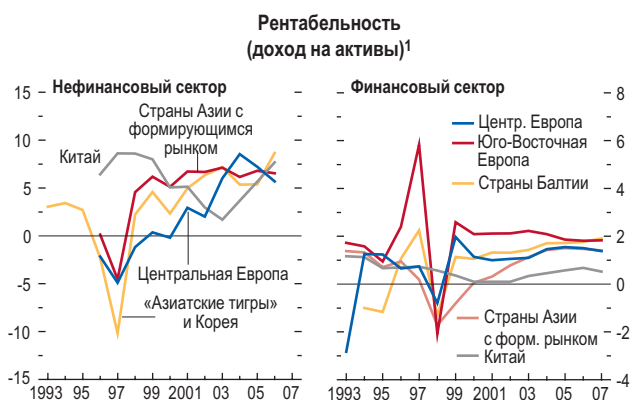


Источник: оценки персонала МВФ.

¹На основе данных в столбце «f» таблицы 6.2.

Рисунок 6.17. Рентабельность корпораций и рост производительности
(В процентах)

Рентабельность корпораций является высокой в странах с формирующимся рынком как в Европе, так и в Азии, однако в странах Балтии появились признаки замедления роста производительности.



Источники: Brooks and Ueda (2005, с уточнениями от июля 2008 года) и База данных по 60 отраслям Гронингенского центра роста и развития, сентябрь 2006 года.

¹Центральная Европа включает Венгрию, Польшу, Словацкую Республику и Чешскую Республику. Юго-Восточная Европа включает Албанию, Болгарию, Македонию, БЮР, Румынию и Хорватию. Странами Балтии являются Латвия, Литва и Эстония. Страны Азии с формирующимся рынком включают Индию, Индонезию, Китай, Корею, Малайзию, Пакистан, Таиланд и Филиппины. Странами «азиатскими тиграми» являются Малайзия, Индонезия, Филиппины и Таиланд.

²Центральная Европа включает Венгрию, Польшу, Словацкую Республику, Словению и Чешскую Республику.

ных периодов времени, были благоприятные исходные условия (например, относительно высокий в сравнении с другими эпизодами длительного дефицита уровень чистых иностранных активов), а также, в большинстве стран, быстрая либерализация операций с капиталом. Однако вклад чистого экспорта в рост экономики был в среднем незначителен по сравнению с величиной такого вклада в ходе эпизодов устойчивого заимствования в других странах с формирующимся рынком. Это, по-видимому, связано с высоким уровнем обменных курсов в ряде таких стран, а также, возможно, с низкими темпами роста производительности труда в секторе внешнеторговых товаров, обусловленными тем, что значительная часть инвестиций направлялась в внешнеэкономический сектор (см. рис. 6.11)⁴⁵. В странах Балтии и Болгарии наблюдаются некоторые тревожные признаки, свидетельствующие о том, что с 2003 года темпы роста производительности снизились (хотя и с высоких уровней) и были особенно низки в сфере промышленного производства (рис. 6.17).

Анализ на основе расширенной эмпирической модели, позволяющей исследовать, как завершались эпизоды несбалансированности в прошлом, говорит о том, что страны Балтии и Болгария подвержены большому риску внезапного завершения эпизодов дефицита из-за чрезвычайно высокой степени либерализации счетов операций с капиталом и использования фиксированных курсовых режимов⁴⁶. Высокие уровни обменного курса, особенно в странах Балтии, делают их еще более уязвимыми в этом отношении. В целом, большая степень либерализации счета операций с капиталом ассоциируется с более длительными эпизодами де-

⁴⁵Хотя улучшения в таких отраслях, как транспорт, финансовые услуги и коммунальные услуги, действительно способствуют повышению производительности, значительная часть инвестиций осуществляется в сферах недвижимости и розничной торговли, где выгоды в плане повышения производительности менее заметны (Rahman, 2008). См. также Bems and Schellekens (2007).

⁴⁶Определяющие факторы и последствия кардинальных изменений состояния счета текущих операций рассматривались в главе 3 апрельского 2007 года выпуска «Перспектив развития мировой экономики». Настоящий анализ позволил обнаружить, что этим изменениям предшествовало образование разрыва между фактическим и потенциальным объемами производства и что они имели различные последствия для увеличения выпуска продукции: изменения в сторону сокращения ассоциировались с низкой степенью открытости для торговли и высокими исходными уровнями дефицита. В противоположность этому изменения в сторону расширения были связаны с более значительным, чем в среднем, общим снижением реального обменного курса и возрастанием нормы сбережений (главным образом в государственном секторе), что позволяло поддерживать устойчивый уровень инвестиций.

фицита, коррекция которых, как правило, происходит внезапным образом. Режимы фиксированного обменного курса также ассоциируются с внезапной коррекцией дисбалансов, однако длительность таких эпизодов, как правило, меньшая (см. подробную информацию в приложении 6.2)⁴⁷. Одной из стран с чрезвычайно высокой степенью либерализации счета операций с капиталом, испытавших внезапную коррекцию дефицитов, является Малайзия (1995 год), в то время как в Таиланде внезапное завершение эпизода дисбаланса произошло в условиях фиксированного курсового режима. С другой стороны, высокое значение индекса политической структуры ассоциируется с большей продолжительностью эпизодов и более плавным их окончанием.

Выводы и последствия для экономической политики

Растущие различия в состоянии счетов текущих операций между странами с формирующимся рынком вызвали оживленное обсуждение коренных причин, лежащих в основе этих различий, и их значения для экономического роста и устойчивости. По мнению некоторых авторов, крупные профициты в странах Азии с формирующимся рынком наводят на мысль о том, что конвергенции уровней дохода можно добиться, избежав необходимости заимствования крупных сумм иностранного капитала и, следовательно, связанных с этим рисков для внешней стабильности. С другой стороны, способность стран Европы с формирующимся рынком привлекать иностранный капитал на протяжении длительных периодов времени свидетельствует о сохраняющейся актуальности стандартных моделей роста, предполагающих «нисходящее» движение капитала. В настоящей главе исследуются причины этих расходящихся тенденций и дается оценка устойчивости возрастающих дисбалансов счетов текущих операций.

Согласно результатам эмпирического анализа, главным фактором, объясняющим различия в региональной динамике, являются структурные изменения. В странах Европы с формирующимся рынком крупные дефициты счета текущих операций

связаны с быстрой либерализацией национальных финансовых рынков и высокой степенью либерализации счетов операций с капиталом, что позволило привлечь значительные притоки капитала и вызвало быстрое увеличение иностранной банковской собственности. Процесс интеграции в ЕС, улучшивший перспективы на сохранение экономической и политической стабильности, также способствовал усилению притока иностранного капитала.

Страны Азии с формирующимся рынком обычно характеризуются меньшей степенью либерализации счетов операций с капиталом и отстают от других регионов по уровню либерализации национальных финансовых рынков. Кроме того, некоторые страны Азии с формирующимся рынком отличаются по своей политической структуре и имеют более молодое население. Этими факторами, в особенности отсутствием финансовой либерализации, объясняется значительная часть профицитов счетов текущих операций в регионе. Продвижение этих стран по пути финансовой либерализации в будущем может способствовать сокращению профицитов как в результате увеличения потребления, так и в результате роста иностранного финансирования инвестиционной деятельности. Однако устойчивые профициты счетов текущих операций в этих странах во многом остаются необъясненными. Одно из возможных объяснений может крыться в заниженном уровне их обменных курсов. Однако сложно с полной определенностью установить, чем именно вызван низкий уровень обменных курсов, то есть связан ли он с преднамеренными действиями в сфере экономической политики — например, со стремлением некоторых стран сформировать высокие уровни международных резервов после азиатского кризиса — или с действием других неустановленных факторов, которые привели к образованию выраженных профицитов счетов текущих операций после 1997–1998 годов.

Одновременно с увеличением размеров дисбалансов по счетам текущих операций увеличилась длительность эпизодов такой несбалансированности, что вызывает обеспокоенность в отношении их устойчивости. И действительно, с 1990-х годов резко увеличилось число стран с крупными и длительными дефицитами счета текущих операций, причем многие из них относятся к странам Европы с формирующимся рынком. Основными экономическими факторами, которыми объясняется возникновение длительных дефицитов, являются высокий исходный уровень чистых иностранных активов, наличие возможностей для роста и высокая степень либерализации счетов операций с капиталом. В отличие от этого, в странах с формирующимся рынком редки длительные профициты.

⁴⁷Этот вывод дополняет недавно сделанные эмпирические заключения по вопросу стойкости дисбалансов счета текущих операций при различных режимах обменного курса. В работе Chinn and Wei (2008) делается вывод об отсутствии прямой связи между режимом обменного курса и стойкостью состояния счета текущих операций. Однако этот результат не является бесспорным, согласно выводам работы Ghosh, Terrones, and Zettelmeyer (2008), в которой сообщается о наличии корреляции между кардинальными изменениями состояния счета и режимами фиксированного обменного курса.

Анализ исторической динамики позволяет предположить, что сохраняющиеся сегодня дефициты в странах Европы с формирующимся рынком продлятся дольше, чем дефициты в других регионах, несмотря на то что продолжительность большинства из них уже достигла и даже превысила ожидаемые пределы. Длительность дефицитов в странах Европы с формирующимся рынком объясняется их характерными особенностями, что, однако, не обеспечивает защиты от «жесткой посадки». К факторам риска внезапного завершения эпизодов дефицита, которые были выявлены в ходе эмпирического анализа, относятся характерные для многих этих стран режимы фиксированного обменного курса и высокая степень либерализации операций с капиталом. Выбор фиксированного курсового режима в этих странах может быть продиктован многими причинами, в том числе желанием присоединиться к зоне евро, однако, сделав этот выбор, необходимо обезопасить себя от факторов внешней уязвимости, обеспечив гибкость рынков продуктов и труда, создав надежные основы финансового надзора и регулирования и приведя макроэкономическую политику в соответствие с состоянием своего внутреннего и внешнего баланса (см. ИМБ, 2007).

Крупные профициты в странах Азии с формирующимся рынком, возможно, лучше защищены от факторов внешней уязвимости. Однако их следствием могут стать меньшие, чем желательно, уровни потребления в ближайшей перспективе и менее эффективное распределение капитала, обусловленное тем, что решения в отношении сбережений и инвестиций принимаются в этих странах в условиях финансовых систем и систем корпоративного управления, которые недостаточно чутко реагируют на действие рыночных сил⁴⁸. Постепенное возвращение на равновесные уровни обменного курса поможет решить эти проблемы и предотвратить отрицательные последствия для производительности и роста, которые ощутили на себе другие страны, длительное время характеризовавшиеся быстрыми темпами роста экономики при высоких уровнях инвестиций. Одновременно с этим, как подчеркивается в ходе проводимых по инициативе МВФ многосторонних консультаций по вопросам глобальных дисбалансов, необходимо осуществить более широкий комплекс мер политики, который поможет при-

дать более плавный характер процессу корректировки, в том числе перегруппировке компонентов совокупного спроса, и повысить уровень финансовой либерализации в целях расширения доступа к кредиту и повышения качества финансового посредничества.

Приложение 6.1. Определения переменных и источники данных

Основными авторами данного приложения являются Стивен Дэннингер и Флоренс Жомотт.

Настоящее приложение содержит дополнительную информацию о построении используемых в главе 6 переменных и источниках данных. Анализ выполнялся на основе годовых данных за период с 1980 года и по последнее время. Были охвачены страны, в которых уровень реального ВВП на душу населения за 2006 год превышал 2000 долларов, а численность населения составляла не менее 2 млн человек; из анализа были исключены страны-экспортеры нефти (согласно их определению в «Перспективах развития мировой экономики»).

Данные платежного баланса

Основным источником данных платежного баланса является «Статистика платежного баланса» МВФ, дополняемая информацией из базы данных издания МВФ «Перспективы развития мировой экономики» (ПРМЭ) и базы данных «External Wealth of Nations Mark II», сформированной Лейном и Милези-Ферретти (Lane and Milesi-Ferretti, 2006) (в отношении сумм иностранных активов и обязательств).

Сбережения и инвестиции

Информация о сбережениях и инвестициях взята из базы данных издания МВФ ПРМЭ. Данные о разбивке сбережений и инвестиций на государственный и частный компоненты взяты из Базы данных ООН о статистике национальных счетов и базы данных издания МВФ ПРМЭ. Данные о частных сбережениях дополнительно разбиваются на данные о нормах сбережения в секторах корпораций и домашних хозяйств на основе информации из Базы данных ООН о статистике национальных счетов и, в необходимых случаях, базы данных СЕИС по Азии. Данные о нормах сбережений в секторах корпораций и домашних хозяйств Китая за период после 2003 года основаны на оценках персонала МВФ.

⁴⁸См. вставку 3.2 в сентябрьском 2006 года выпуске «Перспектив развития мировой экономики» и вставку 2.3 в апрельском 2007 года выпуске «Перспектив развития мировой экономики».

Стандартные детерминанты

Данные о сальдо бюджета сектора государственного управления, нефтяном балансе (определяемом как разница между экспортом и импортом нефти) и реальном приросте ВВП на душу населения взяты из базы данных издания МВФ ПРМЭ, а данные о выпуске продукции на душу населения, исчисленные в постоянных величинах паритета покупательной способности (ППС), взяты из «Показателей мирового развития» Всемирного банка. Последние делятся на уровень этих показателей в США для того, чтобы получить данные об относительном доходе на душу населения. Наконец, данные о росте населения и относительных показателях числа престарелых-иждивенцев взяты из «Показателей мирового развития» Всемирного банка.

Дополнительные факторы

Финансовые факторы

«Емкость финансового сектора» измеряется в виде частного от деления суммы кредита частному сектору, предоставленного депозитными банками и другими финансовыми организациями, и объема капитализации фондового рынка на ВВП. Источником информации являются обновленные в 2007 году данные из Базы данных о финансовой структуре, составленной авторами работы Beck, Demirgüç-Kunt, and Levine (2000). Данные по Китаю основаны на расчетах персонала МВФ. Индексы степени либерализации операций с капиталом взяты из обновленной версии работы Chinn and Ito (2006), они определены исходя из основных компонентов, выведенных на основе дезагрегированных показателей ограничений для движения капитала и текущих операций, приводимых в «Ежегодных докладах МВФ о валютных режимах и валютных ограничениях». Индексы финансовой либерализации отражают комплексную информацию о мерах контроля за процентными ставками, регулировании кредитов, ограничениях конкуренции, государственной собственности, качестве банковского надзора и регулирования, мерах политики в области содействия развитию рынков облигаций и акций и мерах, направленных на предоставление доступа на национальный фондовый рынок для иностранцев. Эти индексы взяты из работы Abiad, Detragiache, and Tresselt (готовится к публикации). Наконец, данные о доле иностранных банков взяты из работы Claessens and others (2008). Банк считается находящимся в иностранной собственности, если иностранным гражданам принадлежит свыше 50 процентов его акций в лю-

бой данный год (принимается во внимание только прямое участие в собственности).

Обменный курс

Отклонение реального эффективного валютного курса от его предсказанного уровня вычисляется с помощью метода равновесного реального курса, разработанного в ходе проведения оценок КГВК МВФ, в виде остатка от регрессии рассчитанного на основе ИПЦ реального эффективного обменного курса по разнице в продуктивности между внешне-торговыми и невнешнеторговыми товарами (так называемый эффект Балашши-Самуэльсона), другим факторам, влияющим на относительные цены (потребление государственного сектора, индекс торговых ограничений, контроль за ценами и условия торговли товарами) и чистым иностранным активам (см. Lee et al., 2008). Показатели отклонения обменного курса для стран Балтии, которые нельзя получить на основе оценок КГВК МВФ, представляют собой оценки персонала, полученные с помощью схожей методологии. Разбивка курсовых режимов на фиксированные, промежуточные и гибкие режимы проведена на основе данных МВФ о режимах обменного курса «де-факто», любезно предоставленных сотрудником МВФ Харальдом Андерсоном.

Политические факторы

Индекс политической структуры представляет собой переменную «Polity2» из проекта «Polity IV Project» (Marshall, Jaggers, and Gurr, 2004). Этот индекс отражает ряд параметров, в том числе наличие институтов и процедур, предоставляющих гражданам страны возможность выражать свои действительные предпочтения в отношении альтернативных мер политики и руководителей, а также существование институционально закрепленных ограничений на осуществление полномочий органами исполнительной власти.

Показатель интеграции в ЕС отражает, насколько далеко продвинулись страны Европы с формирующимся рынком (и Турция) в прохождении различных этапов официального процесса интеграции, а именно, этапов подачи заявления о вступлении в ЕС, начала переговоров о вступлении в ЕС, принятия в члены ЕС, присоединения к МВК-2 и перехода на использование евро. Прохождение каждого этапа оценивается величиной 0,2, так что максимальная оценка равна 1.

Показатели уязвимости

Рентабельность в нефинансовом секторе рассчитывается в виде суммы чистого дохода и расхо-

дов на уплату процентов к активам за прошлый год, скорректированной на инфляцию ИПЦ. Рентабельность в финансовом секторе представляет собой доходы до производства непредвиденных и чрезвычайных расходов и уплаты налогов в процентном отношении к общим активам. Данные взяты из обновленных в июле 2008 года данных работы Brooks and Ueda (2005), основанных на информации из баз данных «Worldscope» и «Datastream».

Данные о росте производительности труда в расчете на час в промышленности, сфере услуг и по экономике в целом для стран Балтии и Центральной Европы взяты из базы данных по 60 отраслям Гронингенского центра роста и развития (Groningen Growth and Development Centre) за сентябрь 2006 года.

Событийный анализ: ускорение роста и изменения состояния счета текущих операций

В целях сравнения изменений состояния счета текущих операций в странах Европы с формирующимся рынком с прошлыми эпизодами ускорения роста был проведен событийный анализ, в рамках которого использовалось определение ускорения роста, предложенное в работе Hausmann, Pritchett, and Rodrik (2005). Событие определяется как наступление ускоренного роста экономики и его начальная дата устанавливается, исходя из двух критериев:

- рост происходит быстрыми темпами: $g_{t,t+n} \geq 3,5$ процента в год, при том что $g_{t,t+8} = \ln(y_{t+8}) - \ln(y_t)$ означает темп прироста реального ВВП в расчете на душу населения в момент t на протяжении восьмилетнего периода,
- рост ускоряется: $\Delta(g_t) = (g_{t,t+8}) - (g_{t-8,t}) \geq 2,0$ процента, при том что $\Delta(g_t)$ означает изменение темпа роста в момент t .

После того началось ускорение роста, момент окончания этого ускорения определяется исходя из двух критериев: падения среднего темпа роста ниже 2 процентов и снижения прироста в год, следующий за годом окончания события, до уровня менее 3 процентов.

Эти критерии применялись в отношении данных за период с 1960 по 2007 год по выборке не являющихся экспортерами нефти стран с формирующимся рынком и стран с развитой экономикой, которые рассматриваются в настоящей главе⁴⁹. Всего было выявлено 63 эпизода ускорения. Из этого числа было исключено 10 эпизодов в странах Европы с формирующимся рынком, ввиду того что они пересекались с эпизодами в со-

поставляемых станах. Из-за нехватки данных не удалось проанализировать еще 38 эпизодов — в 29 лучаях ускорение началось еще до 1970 года, так что в окончательную группу вошли 15 эпизодов ускорения роста в следующих странах: Греции, Доминиканской Республике, Египте, Индии, Индонезии, Ирландии, Камеруне, Китае, Лаосской НДР, Португалии, Финляндии и Чили. Средний темп роста до начала выявленных случаев ускорения составлял -1,1 процента.

Приложение 6.2. Эконометрический метод

Основными авторами данного приложения являются Стивен Дэннингер и Флоренс Жомотт.

Настоящее приложение содержит подробное описание модели, на основе которой выполняется эконометрический анализ детерминантов сальдо счета текущих операций и его оценка. Наряду с этим приводятся некоторые дополнительные результаты в отношении разнородности коэффициентов для разных регионов. В конце даются технические подробности анализа продолжительности существования дисбалансов.

Детерминанты сальдо счета текущих операций

В модели, используемой при проведении эмпирического анализа, сальдо счета текущих операций (выражаемое в процентах ВВП) соотносится с рядом стандартных детерминант и комплексом новых факторов. В качестве спецификации для целей анализа берется следующее уравнение:

$$\begin{aligned} \frac{CA}{Y} = & \alpha_1 + \alpha_2 \left(\frac{NFA}{Y} \right) + \alpha_3 \left(\frac{GGB}{Y} \right) + \alpha_4 \left(\frac{NX_{oil}}{Y} \right) \\ & + \alpha_5 \left(\frac{Pop_{old}}{Pop_{wa}} \right) + \alpha_6 g_{pop} + \alpha_7 \left(\frac{y}{y_{US}} \right) + \alpha_8 (g_y) \\ & + \sum_k \beta_k X_k + \gamma_1 EE + \gamma_2 APC + \gamma_3 FC \\ & + \sum_l \delta_l t_l + \varepsilon, \end{aligned} \quad (1)$$

где CA — сальдо счета текущих операций, Y — номинальный ВВП, NFA — чистые иностранные активы, GGB — сальдо бюджета сектора государственного управления, NX_{oil} — нефтяной баланс, Pop_{old} — население в возрасте 65 и более лет, Pop_{wa} — население трудоспособного возраста, g_{pop} — темп роста населения, y — душевой ВВП в постоянных показателях ППС, g_y — темп увеличения реального душевого дохода, EE — условная переменная, принимающая значение 1 для стран Европы с формирующимся рынком и ноль

⁴⁹ Алгоритм для идентификации эпизодов ускорения роста был любезно предоставлен Джеромином Зеттельмайером и Жаном Салвати.

в других случаях, APC — условная переменная, принимающая значение 1 для стран Азии с формирующимся рынком начиная с 1999 года (после завершения периода кризиса в Азии), FC — условная переменная, принимающая значение 1 для финансовых центров, t — фиксированные во времени эффекты и X обозначает комплекс новых факторов, пошагово добавляемых к стандартной модели (см. основной текст). К ним относятся переменные, отражающие финансовую структуру (емкость финансового сектора, степень финансовой либерализации в стране, степень либерализации счета операций с капиталом) и показатель политической структуры.

Аналогично другим литературным источникам (см., например, Lee et al., 2008), некоторые переменные вычисляются в виде отклонения от среднего показателя для остального мира. Это касается таких показателей, как отношение сальдо государственного бюджета к ВВП, демографические переменные, прирост ВВП на душу населения и показатель политической структуры. Берутся усредненные данные за четыре года в целях заострения внимания на детерминантах среднесрочных изменений состояния счета текущих операций. Для того чтобы свести к минимуму проблемы эндогенности, величина чистых иностранных активов, относительного душевого дохода и емкости финансового сектора измеряется в год, предшествующий анализируемому четырехлетнему периоду, а темп прироста реального ВВП на душу населения определяется по четырем годам, предшествующим текущему четырехлетнему периоду. В уравнения не включены фиксированные эффекты, свойственные отдельным странам, однако сохранена информация, охватывающая разные страны, поскольку с ее помощью будут объясняться различия между странами. Эффекты, фиксированные во времени, включаются в уравнения в целях отражения изменений, одновременно затрагивающих все страны в данный год (например, сводный баланс сбережений и инвестиций). Оценка модели осуществляется обычным методом наименьших квадратов при использовании гетероскедастически устойчивых стандартных ошибок⁵⁰.

Выборка стран, по которым имелись значения всех переменных, используемых в регрессиях, включает 58 стран с развитой экономикой и формирующимся рынком, в том числе 21 страну с развитой экономикой и 37 стран с формирующимся

рынком. С учетом наличия данных в выборку были включены нижеследующие страны.

- Страны с развитой экономикой: Австралия, Австрия, Бельгия, Германия, Греция, Дания, Ирландия, Испания, Италия, Канада, Нидерланды, Новая Зеландия, Норвегия, Португалия, Соединенное Королевство, США, Финляндия, Франция, Швейцария, Швеция и Япония.
- Страны с формирующимся рынком: Аргентина, Болгария, Боливия, Бразилия, Венгрия, Грузия, Египет, Израиль, Индия, Индонезия, Иордания, Китай, Колумбия, Корея, Коста-Рика, Латвия, Литва, Малайзия, Марокко, Мексика, Пакистан, Парагвай, Перу, Польша, Румыния, Сальвадор, Таиланд, Тунис, Турция, Уругвай, Филиппины, Чешская Республика, Чили, Шри-Ланка, Эстония, Южная Африка и Ямайка.

Результаты оценок приведены в тексте.

Дополнительные результаты: разнородность разных регионов

С учетом особых обстоятельств стран Европы с формирующимся рынком в рамках эмпирического анализа для этой группы стран использовались и тестировались коэффициенты, отличающиеся от коэффициентов для остальной части выборки. Уравнение (1) было расширено за счет добавления членов, характеризующих взаимодействие, между каждой из переменных уравнения и условной переменной для стран Европы с формирующимся рынком. Предположение о том, что значения условной переменной для стран Европы с формирующимся рынком и всех членов, характеризующих взаимодействие, равно нулю (то есть что воздействие переменных в странах Европы с формирующимся рынком аналогично такому воздействию в других странах выборки), не может быть отвергнуто (исключение составляют члены взаимодействия, относящиеся к сальдо государственного бюджета и финансовой либерализации внутри страны)⁵¹.

В отличие от основного текста, показывающего, что различия в воздействии сальдо бюджета могут быть прямо увязаны с процессом интеграции в ЕС, в настоящем разделе приводятся дополнительные данные о причинах различного воздействия финансовой либерализации. Финансовая либерализация оказывает более сильное отрицательное воздействие на состояние счетов текущих операций в странах Европы с формирующимся рынком, чем в остальных странах выборки. Повидимому, это связано со значительно большим

⁵⁰Результаты устойчивы при включении отношения сальдо счета операций с капиталом к ВВП в качестве объясняющей переменной в целях нейтрализации влияния изменений классификации капитальных трансфертов с течением времени.

⁵¹Значение f при таком критерии равно 11 процентам.

Таблица 6.3. Объяснение различных эффектов в странах Европы с формирующимся рынком

	Полная выборка (a)	Ограниченная выборка (b)	Плюс присутствие иностраннх банков (c) (d)	
Финансовые факторы и политическая структура				
Емкость финансового сектора (процентов ВВП, с лагом)	0,82 (1,64)	0,217 (0,27)	0,207 (0,25)	0,186 (0,21)
Финансовая либерализация	-2,743 (-1,68)*	-3,757 (-0,64)	-3,823 (-0,64)	-6,186 (-1,17)
Степень либерализации счета операций с капиталом	-0,229 (-1,25)	-0,435 (-1,07)	-0,444 (-1,11)	-0,423 (-1,05)
Совместная значимость финансовых переменных (<i>p</i> -значение)	0,03**	0,23	0,22	0,1
Политическая структура	-0,146 (-3,54)***	-0,033 (-0,36)	-0,03 (-0,32)	-0,038 (-0,39)
Факторы, характерные для стран Европы с форм. рынком				
Взаимодействие сальдо государственного бюджета с интеграцией в ЕС	-1,319 (-5,32)***	-1,348 (-3,43)***	-1,371 (-3,33)***	-1,443 (-3,35)***
Взаимодействие финансовой либерализации с фиктивной переменной для стран Европы с форм. рынком	-4,484 (-4,47)***	-3,533 (-1,85)*	-3,287 (-1,35)	
Доля иностранных банков			-0,476 (-0,26)	-3,128 (-2,27)**
Региональные факторы (необъясненные эффекты)				
Сдвиг в результате азиатского кризиса	2,518 (3,03)***	4,2 (3,21)***	4,192 (3,19)***	4,509 (3,76)***
Количество наблюдений	215	77	77	77
Скорректированный <i>R</i> -квадрат	0,59	0,66	0,65	0,64

Источник: расчеты персонала МВФ.

Примечание. Устойчивая *t*-статистика приводится в скобках; *, ** и *** означают значимость на уровне 10 процентов, 5 процентов и 1 процента, соответственно. Во всех регрессиях нейтрализуется влияние чистых иностранных активов, сальдо государственного бюджета, нефтяного баланса, относительного показателя числа иждивенцев престарелого возраста, роста населения, относительного дохода на душу населения, прироста ВВП на душу населения, условной переменной для финансовых центров, свободного члена и фиксированных во времени эффектов. Оценка регрессии производится простым методом наименьших квадратов. См. региональную разбивку в сносках 1 и 2 к рис. 6.1.

присутствием иностранных банков. Определенные подтверждения верности такого предположения можно найти в имеющихся данных о доле иностранных банков, приводимых в работе Claessens and others (2008) (размер выборки сокращается до 77 наблюдений). При включении обоих этих факторов воздействие финансовой либерализации (при взаимодействии с условной переменной для стран Европы с формирующимся рынком) преобладает над воздействием доли иностранных банков, однако коэффициент величины и значимости доли иностранных банков становится подобным аналогичному коэффициенту для внутренней финансовой либерализации (при взаимодействии с условной переменной для стран Европы с формирующимся рынком) в случаях, когда этот фактор включается самостоятельно (столбцы «с» и «d» таблицы 6.3). Это является определенным подтверждением тому, что большее присутствие иностранных банков в странах Европы с формирующимся рынком могло содействовать усилению

воздействия внутренней финансовой либерализации на состояние счета текущих операций.

Анализ продолжительности и дисбалансы счета текущих операций

В данном разделе более подробно освещаются вопросы выявления крупных длительных дисбалансов счета текущих операций, описываются эконометрические методы и приводятся дополнительные результаты анализа продолжительности дисбалансов, обсуждавшегося в основном тексте.

В основе методики определения крупных, длительных дисбалансов счета текущих операций лежит подход, разработанный в главе 3 апрельского 2007 года выпуска «Перспектив развития мировой экономики», однако с видоизмененными параметрами. Для целей настоящей главы пороговые характеристики эпизодов крупного дисбаланса счета текущих операций определяются как дефицит или профицит в размере 3 и более процентов ВВП, со-

храняющийся не менее трех лет, в течение которых не происходит кардинальных изменений в состоянии счета текущих операций⁵². Последний критерий обеспечивает фиксацию момента окончания эпизода при наступлении любой значительной корректировки независимо от того, преодолевает ли величина дисбаланса пороговый уровень в размере 3 процентов ВВП. В таблице 6.4 приводятся все эпизоды крупных длительных дисбалансов счета текущих операций, отвечающие этим критериям.

Анализ продолжительности

Анализ продолжительности существования дисбалансов проводился в целях сопоставления различных основных детерминант с продолжительностью периода существования дисбалансов счета текущих операций. Ввиду незначительного числа стойких профицитов анализ ограничился исследованием дефицитов.

В рамках эмпирического метода моделируется относительный риск для продолжительности существования эпизода дисбаланса, который эквивалентен условной вероятности того, что эпизод завершится в следующий период при заданной совокупности детерминантов x :

$$\lambda(t, x(t)) = \lim_{h \rightarrow 0} \frac{F(t \leq T < t+h | x) - F(t \leq T | x)}{h} = f(t|x) / (1 - F(t|x)).$$

Формально относительный риск определяется как отношение функции плотности распределения вероятности $f(t|x)$ для периода T и функции выживаемости $1-F(t, x)$, где $F(t, x)$ — интегральная функция распределения для T ⁵³. Эмпирическая реализация оценки относительного риска основана на модели пропорционального относительного риска:

$$\lambda(t, x(t)) = \exp(\beta x(t)) \lambda_0(t),$$

при спецификации по методу Вейбулла базисного относительного риска $\lambda_0 = p t^{p-1}$. Оценки параметров p и β делаются исходя из максимального правдоподобия и определяют форму функции базисного относительного риска λ_0 и размер пропорциональных сдвигов в значении базисного относительного риска под воздействием детер-

⁵²Описание метода, с помощью которого определялись кардинальные изменения в состоянии счета текущих операций и длительные дисбалансы, можно найти в приложении 3.1 апрельского 2007 года выпуска «Перспектив развития мировой экономики».

⁵³Подробную информацию о концепциях анализа выживаемости см. в работах Kiefer (1988) и Wooldridge (2002).

минант $x(t)$. С учетом обеспокоенности по поводу эндогенности базовых факторов в отношении длительности эпизода в модели используются независимые от времени ограничения x ⁵⁴.

Эмпирический анализ выполнялся на основе 48 крупных длительных дефицитов счета текущих операций как в странах с развитой экономикой (35 процентов), так и в странах с формирующимся рынком (65 процентов). Основные результаты приведены в тексте. Исследовались также другие объясняющие переменные и спецификации — например, степень либерализации операций с капиталом оказывает большее воздействие при более высоких уровнях душевого дохода — однако они не улучшили подгонку модели. Дополнительные результаты, приведенные в таблице 6.5, относятся к показателям влияния финансовой либерализации внутри страны на длительность эпизодов, которые были опущены в основном тексте ввиду более узкого охвата стран. Анализ показывает, что либерализация национального финансового сектора содействует увеличению длительности эпизода (столбец «а»), однако это воздействие исчезает при включении показателей политической структуры и степени либерализации операций с капиталом (столбец «b»). Есть, однако, данные, свидетельствующие о том, что скорость либерализации финансового сектора способствует увеличению длительности эпизодов (столбец «с»), однако этого не происходит в случае скорости либерализации счета операций с капиталом и изменения политических институтов (не приведены). Этот результат согласуется с интерпретацией приводимых в основном тексте результатов панельной регрессии, свидетельствующих о том, что либерализация национального финансового сектора оказывала существенное воздействие на приток капитала на протяжении предыдущего десятилетия.

Эпизоды дефицита и корректировка дисбалансов

Для исследования связи между продолжительностью существования длительных дефицитов и формой завершения таких эпизодов была выполнена оценка модели «конкурирующих рисков» с использованием тех же детерминантов, что и в таблице 6.2. Эмпирическая спецификация модели определена в соответствии с методом, предложенным в работе Lunn and McNeil (1995), в целях исследо-

⁵⁴Была выполнена также оценка спецификации с использованием зависящих от времени ограничений, которая дала результаты, сходные с результатами, приведенными в основном тексте настоящей главы.

Таблица 6.4. Список эпизодов длительных крупных дисбалансов счета текущих операций

Страна	Год возникновения	Год окончания	Продолжительность в годах	Средн. величина сальдо счета текущих операций (в проц. ВВП)	Страна	Год возникновения	Год окончания	Продолжительность в годах	Средн. величина сальдо счета текущих операций (в проц. ВВП)
Эпизоды дефицита					Страны с развитой экономикой (продолжение)				
Страны с развитой экономикой					<i>Эпизоды дефицита (продолжение)</i>				
США	1999	2007	9	-4,8	Израиль	1978	1982	5	-5,7
Дания	1979	1986	8	-3,7	Египет	1970	1975	6	-5,3
Норвегия	1974	1977	4	-8,8	Шри-Ланка	1986	1994	9	-5,3
Канада	1989	1993	5	-3,7	Индонезия	1967	1971	5	-3,7
Греция	1979	1985	7	-4,6	Корея	1965	1974	10	-11,5
Греция	1996	2007	12	-6,8	Малайзия	1991	1995	5	-6,4
Ирландия	1969	1981	13	-6,2	Пакистан	1988	1996	9	-3,7
Португалия	1996	2007	12	-8,0	Филиппины	1976	1982	7	-5,6
Испания	1974	1976	3	-3,8	Сингапур	1977	1980	4	-7,8
Испания	1990	1992	3	-3,5	Таиланд	1977	1981	5	-6,4
Испания	2000	2007	8	-5,8	Таиланд	1990	1996	7	-7,0
Австралия	1981	2007	27	-4,6	Тунис	1980	1984	5	-6,7
Новая Зеландия	1979	1984	6	-6,4	Албания	1999	2007	9	-6,6
Новая Зеландия	1992	2007	16	-5,4	Болгария	1999	2007	9	-9,1
Страны с формирующимся рынком					<i>Эпизоды профицита</i>				
Боливия	1983	1987	5	-7,6	Страны с развитой экономикой				
Боливия	1990	1992	3	-6,2	Бельгия	2001	2007	7	3,5
Боливия	1995	1998	4	-6,1	Дания	2001	2007	7	2,8
Бразилия	1971	1974	4	-4,9	Нидерланды	1988	1997	10	4,1
Бразилия	1977	1982	6	-6,4	Нидерланды	2001	2007	7	5,7
Бразилия	1999	2001	3	-4,1	Норвегия	1991	1997	7	4,3
Чили	1981	1984	4	-10,1	Норвегия	2001	2007	7	14,7
Чили	1996	1998	3	-4,5	Швеция	1999	2007	9	5,4
Коста-Рика	1967	1974	8	-8,5	Швейцария	1984	2007	24	8,3
Коста-Рика	1977	1981	5	-12,2	Япония	1991	2007	17	2,9
Коста-Рика	1987	1989	3	-5,8	Финляндия	2005	2007	3	4,3
Коста-Рика	1997	2007	11	-4,5	Страны с формирующимся рынком				
Доминиканская Респ.	1967	1973	7	-5,9	Аргентина	2004	2007	4	2,8
Доминиканская Респ.	1978	1980	3	-7,8	Египет	2004	2007	4	3,2
Сальвадор	2003	2007	5	-4,8	Гонконг, САР	1967	1975	9	11,9
Гватемала	1987	1990	4	-5,0	Гонконг, САР	1985	1989	5	7,4
Гватемала	1996	2007	12	-5,3	Малайзия	2002	2007	6	12,7
Гондурас	1975	1980	6	-7,4	Сингапур	1998	2007	10	20,2
Гондурас	1991	1996	6	-6,3	Намибия	1993	2007	15	5,7
Гондурас	1999	2007	9	-3,9	Китай	2002	2007	6	6,1
Мексика	1974	1981	8	-4,0					
Панама	1997	1999	3	-8,1					
Панама	2003	2007	5	-5,6					
Парагвай	1967	1974	8	-9,8					
Парагвай	1977	1987	11	-6,4					
Перу	1990	1995	6	-6,0					
Ямайка	1967	1984	18	-6,7					
Ямайка	2002	2007	6	-11,0					
Израиль	1962	1964	3	-9,3					
Израиль	1968	1975	8	-7,7					

Источник: расчеты персонала МВФ.

Примечание. Крупные длительные дисбалансы определяются как дисбалансы счета текущих операций, размер которых составляет не менее 3 процентов ВВП, а длительность — не менее трех лет, согласно их оценке по методу, описанному в приложении 3.1 апрельского 2007 года выпуска «Перспектив развития мировой экономики».

вания относительных рисков для различных форм корректировки (внезапной или постепенной). В модели предполагается, что в каждый период общий риск для корректировки дисбаланса может быть разбит на два аддитивно разложимых риска для внезапной и постепенной корректировки. В рамках этого подхода добавляется член, характеризующий взаимодействие между основными детерминантами и переменной, характеризующей форму корректировки, что позволяет оценивать различия между относительными рисками в зависимости от формы корректировки дисбаланса. Модель реализуется в форме полупараметрической модели пропорциональных рисков Кокса.

В таблице 6.6 представлены результаты для базисной модели и двух спецификаций модели «конкурирующих рисков». Коэффициенты стандартных детерминантов (столбец «а») сходны с коэффициентами, приведенными в основном тексте главы на основе спецификации по Вейбуллу (см. таблицу 6.2). Отметим, однако, что число наблюдений увеличилось вдвое по сравнению с первоначальной спецификацией модели протяженности существования дефицита, поскольку каждое наблюдение вводится дважды с учетом возможных различий в воздействии («конкурирующих») рисков. В столбцах «b» и «с» приводятся результаты моделей относительного риска в отношении обычного базисного относительного риска (верхняя часть) и разницы в случае рисков при внезапной корректировке дисбаланса (нижняя часть). Из спецификации эффектов взаимодействия можно заключить, что общий относительный риск в случае внезапной корректировки определяется в виде суммы непосредственного эффекта и эффекта взаимодействия.

Большинство объясняющих переменных не сопровождается значимыми аддитивными факторами риска (нижняя часть) и поэтому не предполагает наличия различий в относительных рисках в зависимости от формы корректировки дисбаланса. Однако значимые эффекты взаимодействия обнаруживаются в случае чистых иностранных активов, степени либерализации операций с капиталом и политической структуры⁵⁵. При объединении непосредственных эффектов с эффектами взаимодействия результаты показывают, что более длительным периодам, обусловленным большей степенью либерализации счета операций с капиталом, свойственен повышенный риск внезапной корректировки (столбец «b» в таблице 6.6). Другие результаты по-

⁵⁵Критерий совместной значимости непосредственных эффектов и эффектов взаимодействия отвергается в случае чистых иностранных активов.

Таблица 6.5. Анализ продолжительности и либерализация национального финансового сектора¹

	Стандартные и другие факторы (a)	Стандартные и другие факторы (b)	Стандартные и другие факторы (c)
Стандартные факторы			
Исходный уровень чистых финансовых активов (проц. ВВП)	0,97* (-1,80)	0,97* (-1,92)	0,97* (-1,90)
Логарифм исходного уровня душевого ВВП	2,44** (2,12)	3,47*** (2,65)	3,19** (2,36)
Среднее сальдо счета текущих операций	1,16 (1,47)	1,22 (1,53)	1,11 (0,76)
Средний баланс чистого дохода	0,96 (-0,26)	0,9 (-0,62)	0,8 (-1,19)
Разрыв между фактич. и потенциальным объемами производства (страны с развитой экономикой)	1,01*** (2,92)	1,01*** (3,66)	1,01*** (3,47)
Финансовые факторы и политическая структура			
Средняя степень либерализации нац. фин. сектора	0,03*** (-3,35)	0,26 (-1,02)	2,61 (0,59)
Изменение степени либерализации нац. фин. сектора			0,02*** (-2,59)
Средняя степень либерализации счета операций с капиталом		0,63** (-2,18)	0,48** (-2,85)
Средний показатель политич. структуры		0,92** (-2,16)	0,92** (-1,98)
Факторы, отображающие показатели роста			
Средний прирост реального ВВП на душу населения	0,9 (-0,90)	0,83 (-1,39)	1,00 (0,01)
Среднее реальное увеличение экспорта	0,81 (-1,34)	0,78 (-1,58)	0,76* (-1,69)
Кол-во наблюдений	43	43	43

Источник: расчеты персонала МВФ.
Примечание. Z-статистика приводится в скобках; *, ** и *** обозначают значимость на уровне 10, 5 и 1 процента соответственно. Средние величины рассчитываются как усредненные показатели для эпизода существования дефицита, изменения рассчитываются как средняя разница между значениями переменной в начале и конце эпизода. Коэффициенты обозначают величину отношения шансов, причем значения меньше (больше) единицы отражают меньший (большой) риск окончания эпизода, подразумеваемая тем самым более долгий (короткий) ожидаемый срок существования дефицита.

Таблица 6.6. Анализ продолжительности и риск внезапного и невнезапного завершения эпизода

	Стандартная модель	Модель «конкурирующих рисков»	
		(a)	(b)	(c)
Факторы обычного риска			
Исходный уровень чистых финансовых активов (в процентах ВВП)	0,98 (-1,38)	0,97** (-2,03)	0,98 (-1,10)
Логарифм исходного уровня душевого ВВП	2,16** (2,27)	2,48** (2,28)	2,14* (1,72)
Средний баланс чистого дохода	0,85 (-1,19)	0,94 (-0,36)	0,81 (-1,12)
Средний разрыв между факт. и потенциальным объемами производства (страны с развитой экономикой)	1,01*** (4,22)	1,01*** (3,37)	1,01*** (3,11)
Средняя степень либерализации счета операций с капиталом	0,66*** (-3,00)	0,80 (-1,42)	0,78 (-1,58)
Средний показатель политической структуры	0,92** (-2,55)	0,88*** (-3,22)	0,89*** (-3,02)
Средний прирост реального ВВП на душу населения	0,84 (-1,62)	0,77*** (-2,85)	0,79** (-2,23)
Среднее реальное увеличение экспорта	0,86 (-1,57)	0,93 (-0,51)	0,8 (-1,25)
Средняя гибкость курсового режима			3,50*** (2,70)
Факторы риска при внезапном завершении эпизода			
Исходный уровень чистых финансовых активов (в процентах ВВП)		1,05** (2,19)	1,04 (1,54)
Логарифм исходного уровня душевого ВВП		0,37 (-1,04)	0,41 (-0,93)
Средний баланс чистого дохода		0,64 (-1,21)	0,74 (-0,84)
Средний разрыв между факт. и потенциальным объемами производства (страны с развитой экономикой)		0,99 (-1,20)	0,99 (-1,41)
Средняя степень либерализации счета операций с капиталом		0,39* (-1,79)	0,38* (-1,74)
Средний показатель политической структуры		1,15* (1,65)	1,17 (1,52)
Средний прирост реального ВВП на душу населения		1,58 (1,12)	1,54 (1,05)
Среднее реальное увеличение экспорта		0,84 (-0,71)	1,17 (0,41)
Средняя гибкость курсового режима			0,077* (-1,71)
Число наблюдений	96	96	96
Количество эпизодов	48	48	48

Источник: расчеты персонала МВФ.

Примечание. Z-статистика приводится в скобках; *, ** и *** обозначают значимость на уровне 10, 5 и 1 процента соответственно. Средние величины рассчитываются как усредненные показатели для эпизода существования дефицита. Коэффициенты обозначают величину отношения шансов, причем значения меньше (больше) единицы отражают меньший (больший) риск окончания эпизода.

лучаются в случае чистых иностранных активов и политической структуры ввиду того, что непосредственные эффекты и эффекты взаимодействия характеризуются противоположными знаками и, следовательно, нейтрализуют друг друга. Эти результаты указывают на то, что при увеличении значений обоих показателей увеличивается длительность эпизодов, не завершающихся внезапной коррекцией, однако это не оказывает никакого воздействия на эпизоды, завершающиеся внезапно.

В столбце «с» таблицы 6.6 вводится переменная, отражающая гибкость режима обменного курса. Эта переменная оказывает отрицательное непосредственное воздействие на длительность эпизодов, не завершающихся внезапно, однако эффект взаимодействия характеризуется противоположным знаком и с избытком компенсирует непосредственный эффект. Из этого следует, что с повышением гибкости курсовых режимов сокращается длительность эпизодов, не завершающихся внезапно (что подтверждает точку зрения о том, что гибкость способствует снижению стойкости эпизодов), и что режимы фиксированного курса ассоциируются с более короткими эпизодами, завершающимися более внезапно.

Литература

- Abiad, Abdul, Enrica Detragiache, and Thierry Tresselt, forthcoming, "A New Database of Financial Reforms," Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Abiad, Abdul, Daniel Leigh, and Ashoka Mody, 2007, "International Finance and Income Convergence: Europe Is Different," IMF Working Paper 07/64 (Washington: International Monetary Fund).
- Aizenman, Joshua, 2006, "International Reserves Management and the Current Account," NBER Working Paper No. 12734 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- , 2007, "Large Hoarding of International Reserves and the Emerging Global Economic Architecture," NBER Working Paper No. 13277 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- , and Yi Sun, 2008, "Globalization and the Sustainability of Large Current Account Imbalances: Size Matters," NBER Working Paper No. 13734 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Aristovnik, Aleksander, 2006, "The Determinants and Excessiveness of Current Account Deficits in Eastern Europe and the Former Soviet Union," William

- Davidson Institute Working Paper No. 827 (Ann Arbor, Michigan: University of Michigan).
- Ayden, B., forthcoming, "Banking Structure and Credit Growth in Central and Eastern European Countries," Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Aziz, Jahangir, and Li Cui, 2007, "Explaining China's Low Consumption: The Neglected Role of Household Income," IMF Working Paper 07/181 (Washington: International Monetary Fund).
- Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt, and Ross Levine, 2000, "A New Database on Financial Development and Structure," *World Bank Economic Review*, Vol. 14, No. 3, pp. 597–605.
- Becker, Töbjörn, Olivier Jeanne, Paolo Mauro, Jonathan D. Ostry, and Romain Rancière, 2007, *Country Insurance: The Role of Domestic Policies*, IMF Occasional Paper No. 254 (Washington: International Monetary Fund).
- Bems, R., and I. de Carvalho Filho, forthcoming, "Savings and the Precautionary Motive for Exporters of Exhaustible Resources," Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Bems, Rudolfs, and Philip Schellekens, 2007, "Finance and Convergence: What's Ahead for Emerging Europe?" IMF Working Paper 07/244 (Washington: International Monetary Fund).
- Berg, Andrew, Jonathan D. Ostry, and Jeromin Zettelmeyer, 2008, "What Makes Growth Sustained?" IMF Working Paper 08/59 (Washington: International Monetary Fund).
- Bordo, Michael, Alberto Cavallo, and Christopher M. Meissner, 2007, "Sudden Stops: Determinants and Output Effects in the First Era of Globalization, 1880–1913," NBER Working Paper No. 13489 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Brooks, Robin, and Kenichi Ueda, 2005, "User Manual for the Corporate Vulnerability Utility" (unpublished; Washington: International Monetary Fund).
- Catão, L.A.V., 2007, "Sudden Stops and Currency Drops: A Historical Look," in *The Decline of Latin American Economies: Growth, Institutions, and Crises*, National Bureau of Economic Research Conference Report, ed. by S. Edwards, G. Esquivel, and G. Márquez (Chicago: University of Chicago Press), pp. 243–89.
- Cheung, Y.-W., and X.W. Qian, 2007, "Hoarding of International Reserves: Mrs. Machlup's Wardrobe and the Joneses," CESifo Working Paper No. 2065 (Munich: Center for Economic Studies and Ifo Institute for Economic Research).
- Chinn, Menzie, and Hiro Ito, 2006, "What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions," *Journal of Development Economics*, Vol. 81 (October), pp. 163–92. Available from: www.web.pdx.edu/~ito.
- Chinn, Menzie D., and Eswar S. Prasad, 2003, "Medium-Term Determinants of Current Accounts in Industrial and Developing Countries: An Empirical Exploration," *Journal of International Economics*, Vol. 59 (January), pp. 47–76.
- Chinn, Menzie, and Shang-Jin Wei, 2008, "A Faith-Based Initiative: Do We Really Know That a Flexible Exchange Rate Regime Facilitates Current Account Adjustment?" (unpublished; Madison, Wisconsin: University of Wisconsin). See www.ssc.wisc.edu/~mchinn/chinn_wei_ca.pdf.
- Claessens, Stijn, Neeltje Van Horen, Tugba Gurcanlar, and Joaquin Mercado Sapiain, 2008, "Foreign Bank Presence in Developing Countries 1995–2006: Data and Trends" (unpublished; Washington: World Bank, March).
- Clemens, Michael A., and Jeffrey G. Williamson, 2004, "Wealth Bias in the First Global Capital Market Boom, 1870–1913," *Economic Journal*, Vol. 114, No. 495, pp. 304–37.
- Duenwald, Christoph K., Nikolay Gueorguiev, and Andrea Schaechter, 2005, "Too Much of a Good Thing? Credit Booms in Transition Economies: The Cases of Bulgaria, Romania, and Ukraine," IMF Working Paper 05/128 (Washington: International Monetary Fund).
- Edwards, Sebastian, 2007, "On Current Account Surpluses and the Correction of Global Imbalances," NBER Working Paper No. 12904 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Esteves, Rui Pedro, 2008, "Between Imperialism and Capitalism. European Capital Exports Before 1914" (unpublished; Oxford, United Kingdom: Oxford University).
- Freund, Caroline, and Frank Warnock, 2005, "Current Account Deficits in Industrial Countries: The Bigger They Are, the Harder They Fall?" NBER Working Paper No. 11823 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Ghosh, Atish R., and Jonathan D. Ostry, 1995, "The Current Account in Developing Countries: A Perspective from the Consumption-Smoothing Approach," *World Bank Economic Review*, Vol. 9, No. 2, pp. 305–33.
- Ghosh, Atish R., Marco Terrones, and Jeromin Zettelmeyer, 2008, "Exchange Rate Regimes and External Adjustment: New Answers to an Old Debate" (unpublished; Washington: International Monetary Fund).

- Gourinchas, Pierre-Olivier, and Olivier Jeanne, 2007, "Capital Flows to Developing Countries: The Allocation Puzzle," CEPR Discussion Paper No. 6561 (London: Centre for Economic Policy Research, November).
- Gruber, Joseph W., and Steven B. Kamin, 2007, "Explaining the Global Pattern of Current Account Imbalances," *Journal of International Money and Finance*, Vol. 26 (June), pp. 500–22.
- , 2008, "Do Differences in Financial Development Explain the Global Pattern of Current Account Imbalances?" International Finance Discussion Paper No. 923 (Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, March).
- Hausmann, Ricardo, Lant Pritchett, and Dani Rodrik, 2005, "Growth Accelerations," *Journal of Economic Growth*, Vol. 10 (December), pp. 303–29.
- Herrmann, Sabine, and Axel Jochem, 2005, "Determinants of Current Account Developments in Central and East European EU Member States—Consequences for the Enlargement of the Euro Area," Economic Studies Discussion Paper No. 32 (Frankfurt am Main: Deutsche Bundesbank).
- Herrmann, Sabine, and Adalbert Winkler, 2008, "Real Convergence, Financial Markets, and the Current Account—Emerging Europe versus Emerging Asia," ECB Occasional Paper No. 88 (Frankfurt am Main: European Central Bank, June).
- International Monetary Fund (IMF), 2007, *Euro Area: 2007, Article IV Consultation—Staff Report*, IMF Country Report No. 07/260 (Washington, July).
- Jeanne, Olivier, 2007, "International Reserves in Emerging Market Countries: Too Much of a Good Thing?" *Brookings Papers on Economic Activity: 1*, Brookings Institution, pp. 1–79.
- Kiefer, Nicholas M., 1988, "Economic Duration Data and Hazard Functions," *Journal of Economic Literature*, Vol. 26 (June), pp. 646–79.
- Kozack, Julie, Douglas Laxton, and Krishna Srinivasan, forthcoming, "Macroeconomic Implications of Sovereign Wealth Funds," Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Kumhof, Michael, and Douglas Laxton, 2007, "A Party Without a Hangover? On the Effects of U.S. Government Deficits," IMF Working Paper 07/202 (Washington: International Monetary Fund).
- Laeven, Luc, and Fabian Valencia, forthcoming, "Systemic Banking Crises: A New Database," Working Paper (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).
- , 2007, "Europe and Global Imbalances," IMF Working Paper 07/144 (Washington: International Monetary Fund).
- Lee, Jaewoo, Gian Maria Milesi-Ferretti, Jonathan Ostry, Alessandro Prati, and Luca Antonio Ricci, 2008, *Exchange Rate Assessments: CGER Methodologies*, IMF Occasional Paper No. 261 (Washington: International Monetary Fund).
- López-Córdova, J. Ernesto, and Christopher M. Meissner, 2003, "Exchange Rate Regimes and International Trade: Evidence from the Classical Gold Standard Era," *American Economic Review*, Vol. 93 (March), pp. 344–53.
- Lucas, Robert, 1990, "Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?" *American Economic Review: Papers and Proceedings*, Vol. 80 (May), pp. 92–96.
- Lunn, Mary, and Don McNeil, 1995, "Applying Cox Regression to Competing Risks," *Biometrics*, Vol. 51 (June), pp. 524–32.
- Marshall, Monty, Keith Jagers, and Ted Gurr, 2004, "Polity IV Project: Political Regime Characteristics and Transitions, 1800–2004," Center for International Development and Conflict Management (College Park, Maryland: University of Maryland).
- Meissner, Christopher M., and Alan M. Taylor, 2006, "Losing our Marbles in the New Century? The Great Rebalancing in Historical Perspective," in *Global Imbalances: As Giants Evolve*, Proceedings of the Federal Reserve Bank of Boston conference on Global Imbalances, Chatham, Massachusetts, June 14–16. Also appearing as NBER Working Paper No. 12580 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research), and CEPR Discussion Paper No. 5917 (London: Centre for Economic Policy Research).
- Mihaljek, Dubravko, 2007, "The Role of Housing Markets and Foreign-Owned Banks in the Credit Expansion in Central and Eastern Europe," in *Rapid Credit Growth in Central and Eastern Europe: Endless Boom or Early Warning?* ed. by Inci Ötker and Charles Enoch (Washington: International Monetary Fund).
- Mitchener, Kris J., and Marc Weidenmier, forthcoming, "Trade and Empire," *Economic Journal*.
- Obstfeld, Maurice, and Alan M. Taylor, 2004, *Global Capital Markets: Integration, Crisis, and Growth* (Cambridge, United Kingdom: Cambridge University Press).
- O'Rourke, Kevin, and Jeffrey Williamson, 1999, *Globalization and History: The Evolution of a Nineteenth-Century Atlantic Economy* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).
- Ostry, Jonathan, 1997, "Current Account Imbalances in ASEAN Countries—Are They a Problem?" IMF

- Working Paper 97/51 (Washington: International Monetary Fund).
- Prasad, Eswar S., Raghuram G. Rajan, and Arvind Subramanian, 2007, "Foreign Capital and Economic Growth," IZA Discussion Paper No. 3186 (Bonn: Institute for the Study of Labor).
- Rahman, Jesmin, 2008, "Current Account Developments in New Member States of the European Union: Equilibrium, Excess, and EU-Phoria," IMF Working Paper 08/92 (Washington: International Monetary Fund).
- Rajan, Raghuram G., and Arvind Subramanian, 2005, "Aid and Growth: What Does the Cross-Country Evidence Really Show?" NBER Working Paper No. 11513 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Rioja, Felix, and Neven Valev, 2004, "Finance and the Sources of Growth at Various Stages of Economic Development," *Economic Inquiry*, Vol. 42 (January), pp. 127–40.
- Stone, Irving, 1999, *The Global Export of Capital from Great Britain, 1865–1914* (New York: St. Martin's Press).
- Thomas, Alun, Jun Il Kim, and Aqib Aslam, 2008, "Equilibrium Non-Oil Current Account Assessments for Oil Producing Countries," IMF Working Paper 08/198 (Washington: International Monetary Fund).
- Warnock, Francis E., and Veronica Cacdac Warnock, 2006, "International Capital Flows and U.S. Interest Rates," NBER Working Paper No. 12560 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Wooldridge, Jeffrey M., 2002, *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).
- Zhang, Zhiwei, forthcoming, "Dark Matters in China's Current Account: Under-Recorded Profits for Foreign Investment," Working Paper (unpublished; Hong Kong SAR: Hong Kong Monetary Authority).

ОБСУЖДЕНИЕ ПЕРСПЕКТИВ НА ЗАСЕДАНИИ ИСПОЛНИТЕЛЬНОГО СОВЕТА МВФ, СЕНТЯБРЬ 2008 ГОДА

Приводимые ниже замечания были высказаны исполняющим обязанности председателя при завершении обсуждения Исполнительным советом «Перспектив мировой экономики» 19 сентября 2008 года¹.

Глобальные перспективы и меры экономической политики¹

Исполнительные директора отметили, что после четырехлетней экспансии темпы роста мировой экономики резко замедляются под влиянием многих сил, в частности глубокого финансового кризиса, перехода сектора жилья в фазу спада в ряде стран с развитой экономикой и роста цен на биржевые товары, продолжавшегося до последних месяцев. Многие страны с развитой экономикой близки к рецессии, а рост стран с формирующимся рынком также в целом ослабевает. В отношении будущего директора согласились с тем, что по-прежнему напряженные финансовые условия во многом скажутся на перспективах роста мировой экономики. При все еще растущем числе кредитных дефолтов давление на капитальные позиции финансовых учреждений останется исключительно сильным. По этой причине необходимый процесс снижения доли заемных средств будет нелегким и затяжным, и условия получения кредитов будут крайне жесткими. Директора подчеркнули необычную неопределенность глобальных перспектив и трудность предсказания серьезности спада экономической активности. Тем не менее, предполагая, что многочисленные государственные инициативы позволяют разрядить напряженность на финансовых рынках и восстановить доверие, персонал МВФ считает, что все еще относительно прочные балансы нефинансовых корпораций в развитых странах и устойчивый внутренний спрос в странах с формирующимся рынком должны поддержать начало мирового экономического подъема позднее в 2009 году, по мере ослабления эффектов шоков цен на биржевые товары и стабилизации в жилищном секторе Соединенных Штатов.

¹Персонал МВФ провел Исполнительному совету неформальный брифинг 3 октября 2008 года, который был посвящен пересмотру «Перспектив мировой экономики» в свете событий на мировых финансовых рынках и рынках биржевых товаров после обсуждения на заседании Исполнительного совета 19 сентября. В настоящем резюме отражается предоставленная последняя информация и состоявшееся 3 октября обсуждение.

Директора отметили исключительно сильную неопределенность перспектив развития экономики, при явных рисках снижения темпов роста относительно прогноза. Основной риск заключается в потенциальном дальнейшем ухудшении финансовых условий и более длительных корректировках балансов. Директора признали, что, как продемонстрировали события последних недель, финансовый кризис еще не закончился и другие серьезные потрясения, возможно, еще предстоят. Возникли риски усиленного цикла отрицательной обратной связи между финансовой системой и реальными секторами развитых стран, как и риски усиления эффектов распространения последствий кризиса на формирующиеся рынки. Дальнейшее заметное снижение цен на биржевые товары может создать риск падения и без того замедляющихся темпов роста по отношению к прогнозу в нескольких странах с формирующимся рынком, являющихся экспортерами биржевых товаров.

Директора подчеркнули сложные задачи, стоящие перед директивными органами в настоящее время в свете неопределенности перспектив и финансовых потрясений. Во-первых (и это главное), директивные органы в странах с развитой экономикой должны будут добиться разрядки напряженности на финансовых рынках согласованно и последовательно, проводя корректировку макроэкономической политики и находя надлежащее равновесие между поддержкой экономического роста и борьбой с инфляцией. Финансовым органам следует по-прежнему заниматься в первую очередь стабилизацией финансовых условий, в том числе предотвращением системных сбоев путем предоставления ликвидности и немедленного проведения интервенций по мере необходимости, не забывая при этом о необходимости избегать морального риска. Для этого, вероятно, необходимы будут меры экономической политики широкого диапазона и их тесная координация. В сфере денежно-кредитной политики, в свете жестких условий кредита, усиливающихся опасений по поводу безработицы, умеренного роста заработной платы и все еще хорошо контролируемых инфляционных ожиданий, персонал МВФ усматривает возможность адаптации денежно-

кредитной политики в развитых экономиках с относительно более высокими реальными процентными ставками. Ряд других директоров, однако, предпочел осмотрительный подход к адаптации денежно-кредитной политики, указав на риски эффектов второго порядка после недавнего повышения инфляции и на задачу обеспечения дальнейшего надежного контроля ожиданий. В сфере налогово-бюджетной политики директора приветствовали своевременную поддержку, которая предоставляется ряду стран. При этом они напомнили о важности среднесрочной консолидации и, таким образом, предложили ограничить дальнейшие бюджетные инициативы решением финансовых проблем по мере необходимости.

После недавнего снижения цен на биржевые товары и ввиду прогнозируемого спада деловой активности в мировом масштабе директора ожидают замедления темпов повышения общего уровня инфляции в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах. Это означает, что макроэкономическая политика может оставаться неизменной в растущем числе таких стран или даже может быть либерализована в случае угрозы дальнейшего ухудшения перспектив. По поводу других стран многие директора отметили, что базовые инфляционные давления по-прежнему остаются проблемой. Они отметили, что этим экономикам в большей степени угрожают риски эффектов второго порядка, чем развитым странам, в силу большей доли продовольствия и топлива в потребительских корзинах и низкого уровня неиспользуемого производственного потенциала. По этой причине многие директора сочли, что директивным органам в этих странах следовало бы склоняться к ужесточению общего курса макроэкономической политики. Кроме того, эти директора подчеркнули, что денежно-кредитная политика должна сыграть ведущую роль в краткосрочной стабилизации в странах, применяющих таргетирование инфляции и гибкое регулирование обменного курса, признавая при этом, что условия в разных странах неодинаковы и открытые рынки капитала могут поставить особые задачи в этих случаях. Они признали значение задач, стоящих в настоящее время перед странами со строго регулируемые валютными режимами, которые в настоящее время фактически импортируют адаптивный курс денежно-кредитной политики из США при высоких темпах экономического роста и профицитах счета текущих операций. Ряд директоров отметил, что более гибкие курсы могли бы быть полезными в некоторых случаях, предоставляя возможность для корректировки денежно-кредитных условий и стимулируя переориентацию спроса в их экономи-

ке. Несколько других директоров подчеркнули, что выбор валютного режима зависит от соображений более общего характера, и что в странах с фиксированными обменными курсами налогово-бюджетной политике придется взять на себя ведущую роль в устранении любого давления со стороны избыточного спроса, угрожающего жизнеспособности привязки. Несколько директоров привели доводы, согласно которым дальнейшее ужесточение денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики может и не понадобиться, поскольку темпы роста общего уровня инфляции, вероятно, в краткосрочной перспективе снизятся и замедление темпов развития мировой экономики развеет беспокойство по поводу перегрева.

Страны с развитой экономикой

Несмотря на продолжение развития экономики США умеренными темпами в первой половине 2008 года, директора согласились с тем, что активность, вероятно, заметно снизится во второй половине года. В свете исключительно неустойчивой конъюнктуры финансовых рынков большинство директоров ожидало длительного периода крайне низких темпов роста, за которым последует постепенное оживление, начало которого предполагается позднее в 2009 году. Движущей силой экономического подъема станет перелом в потреблении частного сектора и жилищных инвестициях по мере стабилизации цен на биржевые товары и жилье, хотя ожидаются по-прежнему жесткие финансовые условия. Директора ожидают, что базовые повышательные тенденции цен будут сдерживаться по мере экономического спада в ближайшие месяцы.

В свете вышеизложенного директора признали, что адаптивная денежно-кредитная политика властей США до настоящего времени поддерживает экономику перед лицом финансовой напряженности и продолжающейся корректировки сектора жилья. Они сочли, что не следует исключать возможность дальнейшей либерализации ввиду ухудшения перспектив. По той же причине, как только укрепится экономический подъем и стабилизируются финансовые условия, экономическая политика должна перейти к менее стимулирующему курсу. Пакет мер бюджетного стимулирования также дал полезный и своевременный импульс активности. Однако ввиду долгосрочных бюджетных задач дальнейшие инициативы политики должны быть направлены на предоставление поддержки банковскому сектору и сектору жилья по мере необходимости для поддержания стабильности. Директора приветствовали недавнее вмешательство в работу предприятий,

спонсируемых государством (ПСГ), как важный шаг к обеспечению дальнейшей доступности жилищного финансирования, подчеркивая необходимость в базовой реформе ПСГ в среднесрочной перспективе. В более общем плане они приветствовали дополнительные шаги, недавно сделанные властями и призванные обеспечить упорядоченное преодоление текущего кризиса, не забывая при этом о необходимости сдерживать моральный риск.

Директора отметили значительное замедление темпов экономического роста в странах Западной Европы. Повышение цен на нефть и продовольствие снижает реальный располагаемый доход, тогда как ужесточение финансовых условий повысило стоимость ипотек населения и снизило объем инвестиций. В некоторых странах, особенно в Соединенном Королевстве и Испании, слабость жилищного сектора сильно сказалась на экономической активности. Несмотря на прочность позиции европейских банков во время начала потрясений, они потерпели в разной степени убытки по своим авуарам активов США, связанных с ипотеками, от ужесточения условий ликвидности и снижающегося качества кредита. Как и в Соединенных Штатах, финансовые учреждения пострадали от последних событий, так что некоторые из них нуждаются в поддержке государства. Ввиду необходимости в дальнейшем сокращении доли заемных средств для восстановления доверия, директора сочли, что общие условия кредита, по всей вероятности, останутся жесткими на протяжении некоторого времени. Ожидается, что темпы экономического роста останутся на низком уровне в течение длительного периода, прежде чем начнут постепенно повышаться позднее в 2009 году по мере стабилизации кредитных рынков и цен на биржевые товары, и восстановления доверия.

В свете перспективы дальнейшего снижения экономической активности и в целом хорошо контролируемых инфляционных ожиданий, а также высоких премий за риск, многие директора сочли, что инфляционное давление ослабнет в краткосрочной перспективе, предоставив возможность либерализации денежно-кредитной политики. Подчеркивая преимущества экономической политики, основанной на правилах, и среднесрочную потребность в консолидации, директора рекомендовали неукоснительно придерживаться национальных основ налогово-бюджетной политики и основ налогово-бюджетной политики ЕС, которые обычно выступают против пакетов бюджетных стимулов, если не материализуются риски недостижения прогнозируемых темпов роста. Кроме того, решительное обязательство принять согласованные меры для разрядки усиливающейся напря-

женности в финансовом секторе многое сделало бы для восстановления более упорядоченных условий на финансовых рынках.

Директора отметили ухудшение краткосрочных перспектив Японии. Несмотря на ужесточение финансовых условий в меньшей степени, чем в других ведущих странах, благодаря менее значительным позициям японских банков по секьюритизированным продуктам, директора предположили, что высокие цены на продовольствие и топливо и снижение темпов внешнего сектора повлияют на активность потребителей и деловую активность. Большинство директоров считают, что при снижении экономической активности и прочном сдерживании базовых повышательных тенденций цен, курс денежно-кредитной политики должен оставаться адаптивным. Для налогово-бюджетной политики приоритетом остается среднесрочная консолидация в связи с быстрым старением населения и ростом государственного долга, хотя можно пойти на использование автоматических стабилизаторов в случае резкого спада.

Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны

В краткосрочной перспективе ожидается замедление темпов роста стран Азии с формирующимся рынком, но во многих случаях они останутся на уровне трендовых. При этом директора подчеркнули растущий риск того, что темпы роста могут снизиться в значительно большей степени в результате усиления напряженности на финансовых рынках и более резкого, чем ожидалось, спада деловой активности у торговых партнеров. С другой стороны, в некоторых странах инфляция может остаться на повышенном уровне, несмотря на снижение цен на биржевые товары в последнее время по мере истощения неиспользуемого производственного потенциала. Так что экономическая политика стран должна учитывать их различные конкретные обстоятельства. Большинство директоров считают, что страны со строго регулируемыми валютными режимами выиграли бы от перехода к более гибкому регулированию обменного курса, который расширил бы возможности денежно-кредитной корректировки и способствовал глобальному перебалансированию. В то же время директора подчеркнули, что глобальное перебалансирование потребует сочетания соответствующих и дополнительных мер политики и не может быть достигнуто исключительно корректировкой курсов. Бюджетная дисциплина может помочь развеять беспокойство по поводу инфляции, тогда как продолжение работы над

бюджетной консолидацией остается важной приоритетной задачей для других стран в регионе.

Директора отметили, что в странах Латинской Америки сложилась нелегкая ситуация, сочетающая снижение активности, неустойчивые финансовые условия и все еще повышенные инфляционные давления. Признавая усиливающиеся риски снижения темпов роста, в основном отражающие внешние факторы, многие директора подчеркнули, что приоритетной задачей экономической политики в ряде стран остается сдерживание резкого скачка инфляции. Несмотря на ужесточение политики, в частности в странах с режимами таргетирования инфляции, дополнительные меры, вероятно, потребуются в некоторых странах, в которых реальные процентные ставки стали по существу отрицательными и подрывается доверие к экономической политике. Следует допустить перенос колебаний международных цен на нефть и продовольствие на внутренний рынок, применяя адресные программы для защиты неимущих.

Директора отметили, что после длительной экономической экспансии активность начала снижаться в странах Европы с формирующимся рынком, так в странах Балтии происходит резкая корректировка после окончания предыдущих бумов. Некоторые страны с большими дефицитами счета текущих операций могут оказаться уязвимыми в случае изменения направления притока капитала. Сдерживание инфляционных давлений также вызывает беспокойство, особенно в странах Юго-восточной Европы. Это подчеркивает значение макроэкономической политики, ведущей страны к «мягкой посадке», а также политики пруденциального надзора и регулирования для сдерживания уязвимости балансов.

ВВП продолжает расти высокими темпами в Содружестве Независимых Государств, опираясь на улучшение условий торговли и экспансионистскую макроэкономическую политику, несмотря на заметное ухудшение внешних условий для нескольких стран. Директора согласились с тем, что необходимы более решительные меры политики во многих странах региона для сдерживания усиливающихся инфляционных давлений и противостояния внешнему давлению. Комплексная ответная политика требует одновременного ужесточения денежно-кредитной политики и усиления гибкости обменного курса в сочетании с осмотрительным курсом налогово-бюджетной политики. В более долгосрочной перспективе директора подчеркнули, что региону следует продолжить работу над снижением степени своей уязвимости в случае колебаний цен на биржевые товары путем диверсификации своей экономики и опоры в меньшей степени на сырье.

Директоров обнадежило ожидаемое проявление устойчивости роста в странах Африки к югу от Сахары при спаде мировой деловой активности, но они выразили беспокойство по поводу влияния недавнего резкого скачка цен на продовольствие и топливо на бедность и рисков снижения темпов финансирования и притока инвестиций. Перед странами-экспортерами нефти в этом регионе стоит задача рационального управления непредвиденной прибылью от высоких цен на биржевые товары. Ряду стран-импортеров нефти, бюджетная и внешняя позиции которых ослаблены шоком, вызванным ухудшением условий торговли, придется ужесточить свою макроэкономическую политику, при этом важную роль должна сыграть более активная поддержка стран с низким уровнем доходов со стороны доноров в решении проблемы высоких цен на биржевые товары.

Директора отметили, что экономическая активность на Ближнем Востоке продолжает расти устойчивыми темпами, опираясь на повышение цен на нефть, улучшение деловой обстановки и рост государственных расходов в странах-экспортерах нефти. Инфляционное давление остается на высоком уровне или значительно усилилось. Директора рекомендовали направить государственные расходы в первую очередь на инфраструктуру для устранения узких мест в сфере предложения, а некоторые директора предостерегли, что усиливающееся инфляционное давление может потребовать более строгой дисциплины текущих расходов для компенсации устойчивого роста спроса со стороны частного сектора. Несколько директоров предложили некоторым странам подумать об отходе от привязки своей валюты к валюте США. В то же время директора подчеркнули необходимость в дальнейшем укреплении основ макроэкономической политики и проведении структурных реформ, которые являются залогом среднесрочных перспектив региона. Реформы финансового сектора будут важны для развития финансовых систем, на которые могли бы опираться высокие темпы устойчивого роста и более независимая денежно-кредитная политика.

Другие вопросы

В связи с напряженностью на финансовых рынках директора подчеркнули, что непосредственные задачи заключаются в сохранении финансовой стабильности, оздоровлении финансовых балансов путем поощрения восстановления капитальной базы, и предотвращении системных сбоев путем предоставления ликвидности и проведения интервенций по мере необходимости. Они подчеркнули, что для

этого потребуются обширные меры политики и тесная их координация. В более долгосрочной перспективе потребуются решительные действия для того, чтобы заложить более прочную основу финансового посредничества и извлечь уроки из слабостей, выявленных в текущем периоде потрясений. К основным задачам относится обеспечение более эффективного и устойчивого управления рисками отдельных учреждений, разработка новых методов секьюритизации для совершенствования стимулов и укрепление системы бухгалтерского учета и кредитных рейтингов для повышения степени прозрачности. Другая важная задача будет заключаться в усилении методов управления кризисами и их преодоления, включая пояснение роли различных государственных ведомств, укрепление схем страхования депозитов и обеспечение соответствующих инструментов для интервенции. При этом следует предотвращать усугубление морального риска. Во многих из этих сфер, особенно в предотвращении, регулировании и преодолении финансового стресса, решающее значение будет иметь международная координация ввиду растущей международной интеграции финансовых учреждений и рынков.

Директора в целом сочли обоснованным рассмотрение введения макроэкономического элемента в финансовую пруденциальную систему как противовеса процикличности, присущей созданию кредита. Многие директора сочли обоснованным возможное расширение основ денежно-кредитной политики, с тем чтобы противодействовать существующей динамике цен активов. Однако ряд других директоров указали на связанные с этим сложности и усомнились в его потенциальной выгоде.

Директора подчеркнули, что совместные усилия на многосторонней основе будут иметь решающее значение для устойчивой разрядки напряженности на рынках биржевых товаров и финансовых рынках. Многие директора согласились с анализом персонала МВФ, изложенным в главе 3, который не находит конкретных доказательств того, что растущий интерес инвесторов к биржевым товарам как альтернативному активу или спекуляция оказали системное или устойчивое влияние на цены, хотя резкие перепады в настроениях рынка, возможно, повлияли на краткосрочную динамику цен. У некоторых директоров, однако, были дополнительные вопросы, и они попросили предоставить им дополнительный анализ, основанный на уточнении данных. Директора сочли, что в центре внимания должны стоять меры экономической политики, стимулирующие более энергичную реакцию предложения и спроса для улучшения рыночного равновесия, при этом следу-

ет избегать мер, которые могли бы усугубить ограниченность рынка в краткосрочной перспективе.

Директора подчеркнули, что многосторонняя стратегия, поддержанная МВФК в 2005 году и разработанная в ходе многосторонних консультаций по глобальным дисбалансам в 2006 и 2007 году, останется актуальной, но ее применение должно быть гибким. В этом контексте они признали сдвиги в вопросах, относящихся к глобальным дисбалансам. Бюджетная консолидация США остается основной среднесрочной задачей, но при обоснованном антициклическом бюджетном стимуле и государственной поддержке сектора жилья и финансового сектора для смягчения текущего спада деловой активности и стабилизации рынков. Со своей стороны, зона евро и Япония должны продолжать реформы рынков продукции и труда в целях повышения своих потенциальных темпов роста. Китаю необходимо развивать прогресс, достигнутый в стимулировании внутреннего спроса, и продолжать вносить вклад в решение вопроса глобальных дисбалансов. Недавний рост профицитов у экспортеров нефти Ближнего Востока является неизбежным следствием повышения цен на нефть ввиду ограничений потенциала освоения, и, по всей видимости, «рециклирование» профицитов в импортирующие страны до сих пор в целом срабатывало хорошо. Тем не менее, важно будет обеспечить прозрачную и открытую обстановку для потоков капитала, в том числе путем завершения свода надлежащей практики для суверенных фондов накопления богатства. Анализ, проведенный персоналом МВФ, показывает, что достигнут дальнейший — хоть и неравномерный — прогресс в корректировке курсов ведущих валют мира. В настоящее время считается, что реальный эффективный курс доллара США в целом соответствует среднесрочным основным экономическим показателям, и это должно способствовать уменьшению дефицита счета текущих операций США. При этом корректировка курса доллара объясняется, в основном, его снижением по отношению к евро, а не к валютам ведущих стран, имеющих профицит счета текущих операций. Кроме того, реальный эффективный курс евро все еще превышает уровень, соответствующий основным экономическим показателям. Директора приняли к сведению оценку персонала МВФ, согласно которой курс валюты Китая все еще в значительной степени занижен. При сложившейся конъюнктуре важно не поддаваться на протекционистские требования и добиться прогресса в либерализации международной торговли, устранив препятствия, блокирующие раунд торговых переговоров, начатый в Дохе.

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 2008–2009 годы и среднесрочного сценария на 2010–2013 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, используемых 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 на конец октября 2008 года. Показатели за 2008 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 18 августа по 15 сентября 2008 года. Применительно к 2008 и 2009 году это означает, что средние курсы пересчета доллара США в СДР составят 1,596 и 1,567, курсы пересчета доллара США в евро — 1,52 и 1,50, а курсы пересчета йены в доллар США — 106,5 и 108,3, соответственно.

Средняя цена на нефть составит, по предположению, 107,25 доллара США за баррель в 2008 году и 100,50 доллара США за баррель в 2009 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 3,2 процента в 2008 году и 3,1 процента в 2009 году, средняя ставка по трехмесячным депозитам в евро составит 4,8 процента в 2008 году и 4,2 процента в 2009 году, а средняя ставка по шестимесячным депозитам в японских йенах составит 1,0 процента в 2008 году и 1,2 процента в 2009 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 «Перспективы 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
=	239,640	словенских толаров ⁴
=	166,386	испанских песет

¹Установлен 1 января 2008 года.

²Установлен 1 января 2001 года.

³Установлен 1 января 2008 года.

⁴Установлен 1 января 2007 года.

Новое

В настоящий выпуск «Перспективы развития мировой экономики» не внесено никаких изменений.

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 и обзоре по состоянию на середину сессии. Бюджетные прогнозы не отражают воздействия самых последних государственных интервенций на финансовых рынках; в них учтена только поддержка предприятий, спонсируемых государством, в размере 25 млрд долларов США, согласно оценке Бюджетного управления конгресса в июле 2008 года. Внесены корректировки для учета различий в макроэкономических прогнозах, а также предположений

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.

персонала МВФ относительно: 1) дополнительных расходов на оборону, исходя из результатов анализа, проведенного Бюджетным управлением Конгресса; 2) более медленного снижения темпов роста дискреционных расходов; и 3) продления действия льгот по альтернативному минимальному налогу (АМН) за пределы 2009 бюджетного года. В прогнозах предполагается также, что предложенные показатели сбережений в рамках программы Medicare достигнуты лишь частично, и что личные пенсионные счета не введены.

Япония. В среднесрочных бюджетных прогнозах предполагается, что расходы и доходы сектора государственного управления (без учета социального обеспечения) корректируются в соответствии с текущим целевым показателем правительства, предусматривающим достижение сбалансированности первичного бюджета (без учета социального обеспечения) к 2011 бюджетному году.

Германия. Прогнозы отражают меры, объявленные в обновленной Программе стабильности 2007 года. В прогнозы на 2008 год включено сокращение доходов в связи с реформой налогообложения корпораций и снижение ставок взносов на социальное обеспечение (страхование на случай безработицы). В среднесрочном плане расходы на здравоохранение увеличиваются в связи со старением населения, а также ввиду того, что меры по реформе здравоохранения не были приняты.

Франция. Бюджетные прогнозы на 2008 год основаны на законе о бюджете и предположении о более высоких темпах роста расходов на социальное обеспечение, главным образом в связи с более высоким, чем предусматривалось целевыми показателями, приростом расходов на здравоохранение. Среднесрочные прогнозные расчеты отражают прогноз официальных органов относительно налоговых доходов, но исходят из иных предположений относительно траекторий расходов (без учета замедления темпов) и неналоговых доходов в соответствии с предположением об отсутствии изменений в политике.

Италия. Прогноз на 2009 год основан на проведенной персоналом МВФ оценке пакета бюджетных мер, согласно которой ожидалось, что бюджет 2009 года будет соответствовать принятому в августе 2008 года. Предполагается, что в 2010–2013 год структурное первичное сальдо останется постоянным.

Соединенное Королевство. Прогнозы среднесрочных доходов соответствуют макроэкономическим предположениям персонала МВФ. Прогнозы расходов исходят из предположения о том, что после реализации плана по консолидации, изложенного в бюджете 2008 года, расходы будут продолжаться, в процентном отношении к ВВП, до 2012–2013 годов включительно.

Канада. В прогнозных расчетах использован базисный прогноз, содержащийся в федеральном бюджете 2008 года и заявлении о развитии экономики 2007 года. Персонал МВФ вносит в этот прогноз определенные 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 по первому кварталу 2008 года включительно.

Австралия. Бюджетные прогнозы по 2011/2012 бюджетный год включительно основаны на бюджете, опубликованном в мае 2008 года. В отношении остальной части прогнозного периода персонал МВФ исходит из предположения об отсутствии изменений в политике.

Австрия. Прогнозы на 2008 год основаны на текущей политике. В отношении среднесрочной перспективы в исходных предположениях относительно налогово-бюджетной политики учтены объявленные будущие меры политики, включая сокращение налогов, которые, как считается, по всей вероятности будут реализованы.

Бельгия. Прогнозы на 2008 год представляют собой оценки персонала МВФ, основанные на бюджете 2008 года, за который Парламент проголосовал в мае 2008 года, и скорректированные с учетом макроэкономических допущений. Прогнозы на 2009 год представляют собой оценки персонала МВФ, скорректированные с учетом макроэкономических допущений и основанные на предположении об отсутствии изменений в политике.

Бразилия. Бюджетные прогнозы на 2008 год основаны на законе о руководящих принципах бюджета на 2008 год и последних заявлениях официальных органов относительно их намерений по проведению политики. Что касается 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 2008 и 2009 годы приведены в соответствие с последними официальными бюджетными оценками и базовыми прогнозами, скорректированными, по мере необходимости, с учетом макроэкономических предположений персонала МВФ. В прогнозах на 2009–2013 годы учтены основные характеристики предшествующего среднесрочного плана развития налогово-бюджетной сферы, как изложено в программе конвергенции (ноябрь 2007 года), представленной официальными органами Европейскому союзу ЕС. В прогнозах предполагается конвергенция бюджета в направлении близкой к сбалансированной позиции от начального 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 2008 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.

Испания. Бюджетные прогнозы по 2010 год включительно основаны на бюджете 2008 года и мерах политики, изложенных в принятой официальными органами обновленной Программе стабильности на 2007–2010 годы и скорректированных с учетом макроэкономических предположений персонала МВФ, информации последних статистических публикаций и официальных объявлений. Бюджетные прогнозы на последующие годы исходят из предположения об отсутствии изменений в политике.

Китай. Прогнозы на 2008 год основаны на оценках персонала МВФ и данных за первые 3 месяца с отдельными корректировками, которые учитывают используемое персоналом МВФ определение общего сальдо бюджета. Прогнозы персонала МВФ на 2009–2013 годы основаны на предположении о том, что расходы, особенно в социальной сфере, увеличатся, а дефицит будет оставаться в целом постоянным на прогнозируемом уровне 2008 года (примерно 1 процент ВВП).

Корея. Бюджетные прогнозы отражают бюджет 2008 года и пятилетний среднесрочный бюджет на 2009–2013 годы, с определенными корректировками, учитывающими меры, которые были объявлены со времени принятия бюджета, а также предположения и макроэкономические прогнозы персонала МВФ.

Мексика. Бюджетные прогнозы на 2008 год составлены на основе бюджета официальных органов, а также принимают в расчет соображение о более высоких, чем предполагалось в прогнозе, ценах на нефть. Прогнозы на 2009 год и последующий период основаны на расчетах персонала МВФ, проведенных в соответствии с Законом о бюджетной ответственности федерального правительства, который предусматривает нулевое общее сальдо согласно традиционному определению бюджета.

Вставка А1 (окончание)

Нидерланды. Бюджетные прогнозы основаны на бюджете 2007 года, последней Программе стабильности и других прогнозах, представленных официальными органами.

Новая Зеландия. Бюджетные прогнозы до 2011/2012 бюджетного года включительно основаны на бюджете 2008 года, опубликованном в мае 2008 года. В отношении остальной части прогнозного периода персонал МВФ исходит из предположения об отсутствии изменений в проводимой политике. 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. Бюджетные прогнозы на 2008–2010 годы основаны на предположении об отсутствии изменений в политике, изложенной в Докладе по руководству бюджетной политикой 2008 года. В них учтены ожидаемые сбережения в результате реформ, которые уже были проведены (например, реформы системы социального обеспечения и управления государственным сектором). За пределами 2011 года дальнейшая консолидация не предусматривается, а структурное первичное сальдо поддерживается на постоянном уровне.

Россия. Бюджетные прогнозы для России основаны на бюджете 2008 года, предложенном официальными органами среднесрочном бюджете на 2009–2011 годы, а для последующих лет — на верхнем пределе дефицита федерального правительства без учета нефти, как предписывается бюджетным кодексом. Различия в прогнозах расходов персонала МВФ и официальных органов на 2009 год и последующие периоды отражают в основном различия в исходных предположениях относительно ВВП, инфляции и доходов.

Сингапур. Прогнозы расходов на 2007/2008 бюджетный год основаны на показателях бюджета, а прогнозы доходов отражают проведенные 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.

Швеция. Бюджетные прогнозы основаны на информации, представленной в законе о бюджетной политике 2009 года (апрель 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 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 диапазона, 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 3,2 процента в 2008 году и 3,1 процента в 2009 году (см. таблицу 1.1). Ставка по трехмесячным депозитам в евро, как предполагается, составит в среднем 4,8 процента в 2008 году и 4,2 процента в 2009 году. Процентная ставка по шестимесячным депозитам в японских йенах, как предполагается, составит в среднем 1,0 процента в 2008 году и 1,2 процента в 2009 году.

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 страновые прогнозы на основе согласованных исходных предположений о развитии глобальной экономики.

Учитывая, что основным источником данных за прошлые периоды и определений являются национальные 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 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 сопоставителями 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 из-

мерять 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, Эстонии и Японии основаны на методологии цепных весов. Однако данные до 1996 года (Албания), 1994 года (Азербайджан), 1995 года (Бельгия), 2000 года (Болгария), 1991 года (Германия), 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 (Польша), 1995 года (Россия), 1995 года (Словения), 1995 года (Чешская Республика), 2001 года (Эстония) и 1994 года (Япония) основаны на непересмотренных 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 во 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

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).

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).

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.
- 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 (15 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 рыноч-

ным 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).

В случае стран Центральной и Восточной Европы внешние операции в неконвертируемых валютах (до 1990 года включительно) пересчитаны в доллары США при помощи расчетных коэффициентов конвертации рублей в доллары, полученных на основе обменного курса национальной валюты каждой страны к доллару США и к рублю.

Все данные относятся к календарным годам, за исключением данных по нижеследующим странам, которые относятся к бюджетным годам: Австралия (июль/июнь), Гаити (октябрь/сентябрь), Египет (июль/июнь), Исламская Республика 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 2007 год доли соответствующих групп в агрегированном ВВП, оцененном на основе ППС, в совокупном экспорте товаров и услуг и в численности населения.

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.

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.

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).

Таблица А. Классификация по страновым группам «Перспектив развития мировой экономики» и их долям в агрегированном ВВП, экспорте товаров и услуг и численности населения, 2007 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	31	100,0	56,3	100,0	66,2	100,0	15,2
Соединенные Штаты		37,9	21,3	14,5	9,6	30,7	4,7
Зона евро	15	28,6	16,1	44,3	29,4	32,3	4,9
Германия		7,7	4,3	13,9	9,2	8,4	1,3
Франция		5,6	3,2	6,1	4,0	6,3	1,0
Италия		4,9	2,8	5,4	3,6	6,0	0,9
Испания		3,7	2,1	3,4	2,3	4,6	0,7
Япония		11,7	6,6	7,1	4,7	13,0	2,0
Соединенное Королевство		5,9	3,3	6,5	4,3	6,2	0,9
Канада		3,5	2,0	4,4	2,9	3,3	0,5
Другие страны с развитой экономикой	12	12,5	7,0	23,2	15,3	14,4	2,2
<i>Для справки</i>							
Основные страны с развитой экономикой	7	77,2	43,5	57,9	38,3	73,8	11,2
Новые индустриальные страны Азии	4	6,6	3,7	13,4	8,9	8,4	1,3
		Страны с форм. рынком и развивающиеся страны	Весь мир	Страны с форм. рынком и развивающиеся страны	Весь мир	Страны с форм. рынком и развивающиеся страны	Весь мир
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	141	100,0	43,7	100,0	33,8	100,0	84,8
Региональные группы							
Африка	47	6,8	3,0	7,4	2,5	15,0	12,7
К югу от Сахары	44	5,3	2,3	5,5	1,9	13,6	11,5
Кроме Нигерии и Южной Африки	42	2,8	1,2	2,8	0,9	10,1	8,6
Центральная и Восточная Европа	13	9,3	4,0	13,6	4,6	3,2	2,8
Содружество Независимых Государств ²	13	10,2	4,5	10,2	3,4	5,1	4,3
Россия		7,3	3,2	6,8	2,3	2,6	2,2
Развивающиеся страны Азии	23	46,1	20,1	39,3	13,3	62,3	52,9
Китай		24,8	10,8	23,2	7,8	24,0	20,4
Индия		10,5	4,6	4,1	1,4	21,2	18,0
Кроме Индии и Китая	21	10,8	4,7	12,1	4,1	17,1	14,5
Ближний Восток	13	8,7	3,8	14,3	4,8	4,3	3,7
Западное полушарие	32	18,9	8,3	15,1	5,1	10,0	8,5
Бразилия		6,4	2,8	3,2	1,1	3,4	2,9
Мексика		4,7	2,1	5,0	1,7	1,9	1,6
Аналитические группы							
По источникам экспортных доходов							
Топливо	24	19,3	8,4	26,8	9,1	11,0	9,4
Товары, кроме топлива, в том числе первичные продукты	117	80,7	35,2	73,2	24,7	89,0	75,5
в том числе первичные продукты	20	1,7	0,7	2,1	0,7	4,0	3,4
По источникам внешнего финансирования							
Страны – чистые дебиторы, в том числе официальное финансирование	116	55,1	24,1	47,1	15,9	64,8	55,0
в том числе официальное финансирование	30	3,4	1,5	2,4	0,8	10,6	9,0
Страны – чистые дебиторы по состоянию обслуживания долга							
Страны, имевшие просроченную задолженность, и/или страны, которым предоставлялось реформирование долга в период с 2002 по 2006 год	49	9,7	4,3	6,9	2,3	17,1	14,5
Другие страны – чистые дебиторы	67	45,3	19,8	40,3	13,6	47,7	40,5
Другие группы							
Бедные страны с высоким уровнем задолженности	31	1,8	0,8	1,2	0,4	8,4	7,1
Ближний Восток и Северная Африка	19	10,5	4,6	16,4	5,6	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.

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, 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.

Общие характеристики и структура групп стран в классификации издания «Перспективы развития мировой экономики»

Страны с развитой экономикой

В таблице В перечислена 31 страна 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* (15 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.

Данные по *Германии* за 1991 год и последующие годы относятся к Западной Германии и Восточной Германии (то есть бывшей Германской Демократической Республике). До 1991 года не имелось экономических данных, составленных на объединенной или последовательной основе. Поэтому в таблицах, содержащих данные о годовом процентном изменении, эти данные относятся к Западной Германии до 1991 года включительно и к объединенной Германии начиная с 1992 года. В целом данные по национальным счетам и внутренней экономической и финансовой деятельности до 1990 года включительно охватывают только Западную Германию, а данные по центральному правительству и платежному балансу относятся к Западной Германии до июня 1990 года включительно и к объединенной Германии впоследствии.

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 (141 страна) 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 основном 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 Вос-*

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	Новая Зеландия
Зона евро	Бельгия	Мальта	Корея	Италия	САР Гонконг ¹	Норвегия
Япония	Германия	Нидерланды	Сингапур	Канада	Дания	Сингапур
	Греция	Португалия	Тайвань, провинция	Соед. Королевство	Израиль	Тайвань,
	Ирландия	Словения	Китай	Соед. Штаты	Исландия	провинция Китая
	Испания	Финляндия		Франция	Корея	Швеция
	Италия	Франция		Япония		Швейцария
	Кипр					

¹Первого июля 1997 года Гонконг был возвращен Китайской Народной Республике и стал Специальным административным районом Китая.

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	Швеция
Дания	Люксембург	Республика	Эстония

тока, а не к Африке. Кроме того, в «Перспективах развития мировой экономики» иногда упоминается региональная группа стран Ближнего Востока и Северной Африки, 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).

Таблица D. Страны Ближнего Востока и Северной Африки

Алжир	Иран, Исл. Респ.	Ливия	Саудовская Аравия
Бахрейн	Йемен	Мавритания	Сирийская Арабская Республика
Джибути	Катар	Марокко	Судан
Египет	Кувейт	Объединенные Арабские Эмираты	Тунис
Иордания	Ливан	Оман	

Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны классифицируются также по *аналитическим критериям*. Аналитические критерии отражают структуру экспортных доходов стран и 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 E 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

Таблица E. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны по регионам и основным источникам экспортных доходов

	Топливо	Товары, кроме топлива, в т.ч. первичные продукты
Африка	Алжир Ангола Габон Республика Конго Нигерия Судан Экваториальная Гвинея	Ботсвана Буркина-Фасо Бурунди Гвинея Гвинея-Бисау Замбия Демокр. Респ. Конго Малави Мавритания Мозамбик Сьерра-Леоне Чад
Содружество Независимых Государств	Азербайджан Казахстан Россия Туркменистан	Монголия Таджикистан Узбекистан
Развивающиеся страны Азии		Папуа-Новая Гвинея Соломоновы О-ва
Ближний Восток	Объед. Арабские Эмираты Бахрейн Исламская Респ. Иран Йемен Катар Кувейт Ливия Оман Саудовская Аравия Сирийская Арабская Республика	
Западное полушарие	Боливар. Республика Венесуэла Тринидад и Тобаго	Гайана Суринам Чили

Примечание. Монголия, которая не является членом Содружества Независимых Государств, включена в эту группу в силу ее географического положения и схожих характеристик структуры экономики.

дебиторы подразделяются далее на основе двух дополнительных финансовых критериев: «официальное внешнее финансирование» и «состояние обслуживания долга»⁶. Группа ХИПК включает

⁶В 2002–2006 годах 49 стран имели просроченную задолженность по внешним обязательствам или заключила соглашения о переформлении долга с официальными кредиторами или коммерческими банками. Эта группа стран называется «страны, имевшие просроченную задолженность, или страны, которым предоставлялось переформление долга в период с 2002 по 2006 год».

Таблица F. Другие 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 дебитор ¹		Чистый кредитор	Чистый дебитор 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 Центральная 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				*		
Чешская Республика				*		
Эстония				*		
Венгрия				*		
Латвия				*		
Литва				*		
БЮР Македония				*		
Польша				*		
Румыния				*		
Словацкая Республика				*		
Турция				*		
Содружество Независимых Государств²						
Армения					•	
Азербайджан					*	
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	267
A2. Страны с развитой экономикой: реальный ВВП и совокупный внутренний спрос	268
A3. Страны с развитой экономикой: компоненты реального ВВП	269
A4. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны — по странам: реальный ВВП	271

Инфляция

A5. Сводные данные по инфляции	275
A6. Страны с развитой экономикой: потребительские цены	276
A7. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны — по странам: потребительские цены	277

Финансовая политика

A8. Основные страны с развитой экономикой: сальдо бюджета и долг сектора государственного управления	281
---	-----

Внешняя торговля

A9. Сводные данные по объемам и ценам мировой торговли	282
--	-----

Текущие операции

A10. Сводные данные о сальдо по счетам текущих операций	284
A11. Страны с развитой экономикой: сальдо счета текущих операций	285
A12. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны — по странам: сальдо счета текущих операций	286

Платежный баланс и внешнее финансирование

A13. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны: чистые потоки капитала	290
A14. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны: частные потоки капитала	291
A15. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны: резервы	292

Движение средств

A16. Сводные данные об источниках и использовании мировых сбережений	294
--	-----

Среднесрочный базисный сценарий

A17. Краткий обзор среднесрочного базисного сценария развития мировой экономики	298
---	-----

Таблица А1. Сводные данные о мировом объеме производства¹

(Годовое изменение в процентах)

	Среднее 1990–99	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013
Весь мир	2,9	4,7	2,2	2,8	3,6	4,9	4,5	5,1	5,0	3,9	3,0	4,7
Страны с развитой экономикой	2,7	4,0	1,2	1,6	1,9	3,2	2,6	3,0	2,6	1,5	0,5	2,5
Соединенные Штаты	3,1	3,7	0,8	1,6	2,5	3,6	2,9	2,8	2,0	1,6	0,1	2,3
Зона евро	...	3,8	1,9	0,9	0,8	2,1	1,6	2,8	2,6	1,3	0,2	2,2
Япония	1,5	2,9	0,2	0,3	1,4	2,7	1,9	2,4	2,1	0,7	0,5	1,7
Другие страны с развитой экономикой ²	3,4	5,2	1,7	3,3	2,5	4,0	3,3	3,8	3,9	2,2	1,6	3,6
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	3,2	5,9	3,8	4,8	6,3	7,5	7,1	7,9	8,0	6,9	6,1	6,9
Региональные группы												
Африка	2,3	3,5	4,9	6,2	5,4	6,5	5,8	6,1	6,3	5,9	6,0	5,4
Центральная и Восточная Европа	1,2	4,9	0,4	4,2	4,8	6,9	6,1	6,7	5,7	4,5	3,4	5,0
Содружество Независимых Государств ³	...	9,1	6,1	5,2	7,8	8,2	6,8	8,2	8,6	7,2	5,7	5,6
Развивающиеся страны Азии	7,2	7,0	5,8	6,9	8,2	8,6	9,0	9,9	10,0	8,4	7,7	8,8
Ближний Восток	4,3	5,5	2,6	3,8	7,1	5,8	5,7	5,7	5,9	6,4	5,9	5,4
Западное полушарие	2,9	4,1	0,7	0,5	2,2	6,1	4,7	5,5	5,6	4,6	3,2	4,2
<i>Для справки</i>												
Европейский союз	2,0	3,9	2,1	1,4	1,5	2,7	2,2	3,3	3,1	1,7	0,6	2,8
Аналитические группы												
По источникам экспортных доходов												
Топливо	-0,2	7,0	4,3	4,7	6,9	7,7	6,9	7,1	7,4	6,7	5,9	5,0
По источникам экспортных доходов, в том числе первичные продукты	4,2	5,7	3,7	4,8	6,1	7,5	7,2	8,1	8,2	6,9	6,1	7,3
	3,1	3,3	4,0	3,5	4,8	7,2	5,8	5,1	5,8	5,4	5,3	5,4
По источникам внешнего финансирования												
Страны – чистые дебиторы, в том числе официальное финансирование	3,1	4,7	2,2	3,2	4,6	6,3	6,1	6,8	6,6	5,6	4,7	5,8
	4,3	4,8	4,2	3,9	5,3	6,4	7,0	7,2	7,1	6,4	5,7	6,4
Страны – чистые дебиторы по состоянию обслуживания долга												
Страны, имевшие просроченную задолженность, и/или страны, которым предоставлялось рефинансирование долга в период с 2002 по 2006 год	3,3	3,3	2,6	1,6	5,7	6,7	6,7	6,7	6,5	5,8	4,9	5,5
<i>Для справки</i>												
Медианный темп роста												
Страны с развитой экономикой	3,0	3,9	1,9	1,8	1,9	3,7	2,9	3,4	3,7	1,8	1,2	3,0
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	3,3	4,3	3,6	4,0	4,9	5,5	5,6	6,2	6,0	5,5	5,0	5,1
Объем производства на душу населения												
Страны с развитой экономикой	2,0	3,3	0,5	1,0	1,3	2,6	1,9	2,4	1,9	0,9	-0,1	1,9
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	1,6	4,6	2,4	3,4	4,9	6,1	5,8	6,6	6,7	5,6	4,8	5,5
Рост мировой экономики на основе рыночных валютных курсов	2,4	4,2	1,5	1,9	2,7	4,0	3,4	3,9	3,7	2,7	1,9	3,8
Стоимость мирового объема производства в миллиардах долларов США												
По рыночным валютным курсам	27 383	31 916	31 677	32 954	37 048	41 677	45 022	48 665	54 585	62 054	64 168	82 523
По паритетах покупательной способности	31 729	41 748	43 659	45 634	48 252	52 000	55 924	60 610	65 281	69 229	72 395	93 305

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 спрос

(Годовое изменение в процентах)

	Среднее 1990–99	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013	Четвертый квартал ¹		
													2007	2008	2009
Реальный ВВП															
Страны с развитой экономикой	2,7	4,0	1,2	1,6	1,9	3,2	2,6	3,0	2,6	1,5	0,5	2,5	2,6	0,7	1,0
Соединенные Штаты	3,1	3,7	0,8	1,6	2,5	3,6	2,9	2,8	2,0	1,6	0,1	2,3	2,3	0,8	0,4
Зона евро	...	3,8	1,9	0,9	0,8	2,1	1,6	2,8	2,6	1,3	0,2	2,2	2,1	0,4	0,6
Германия	2,3	3,2	1,2	—	-0,2	1,2	0,8	3,0	2,5	1,8	—	1,7	1,7	0,7	0,6
Франция	1,9	3,9	1,9	1,0	1,1	2,5	1,9	2,2	2,2	0,8	0,2	2,8	2,2	-0,1	0,8
Италия	1,4	3,7	1,8	0,5	—	1,5	0,6	1,8	1,5	-0,1	-0,2	1,3	0,1	-0,1	0,2
Испания	2,8	5,1	3,6	2,7	3,1	3,3	3,6	3,9	3,7	1,4	-0,2	3,3	3,2	0,1	0,1
Нидерланды	3,1	3,9	1,9	0,1	0,3	2,2	2,0	3,4	3,5	2,3	1,0	2,2	4,1	0,8	2,3
Бельгия	2,3	3,8	0,9	1,4	1,0	2,7	2,0	2,9	2,8	1,4	0,2	2,4	2,4	0,4	0,9
Австрия	2,5	3,7	0,5	1,6	0,8	2,5	2,9	3,4	3,1	2,0	0,8	2,2	2,7	1,2	1,0
Финляндия	1,5	5,0	2,6	1,6	1,8	3,7	2,8	4,9	4,5	2,5	1,6	2,3	4,0	1,6	1,9
Греция	1,9	4,5	4,5	3,9	5,0	4,6	3,8	4,2	4,0	3,2	2,0	3,5	3,6	2,5	2,4
Португалия	3,4	3,9	2,0	0,8	-0,8	1,5	0,9	1,4	1,9	0,6	0,1	1,8	1,9	0,4	0,2
Ирландия	6,9	9,2	5,8	6,4	4,5	4,7	6,4	5,7	6,0	-1,8	-0,6	4,1	5,6	-3,3	2,1
Люксембург	4,7	8,4	2,5	4,1	2,1	4,9	5,0	6,1	4,5	2,3	1,8	3,4	3,1	1,3	2,4
Словения	...	4,1	3,1	3,7	2,8	4,4	4,1	5,7	6,1	4,3	3,7	3,7	4,9	3,2	6,1
Кипр	3,7	5,0	4,0	2,1	1,9	4,2	3,9	4,0	4,4	3,4	2,8	4,1	4,4	2,4	3,6
Мальта	5,0	-1,0	-1,6	2,6	-0,3	1,1	3,5	3,1	3,7	2,8	2,3	3,4	3,7	2,0	2,5
Япония	1,5	2,9	0,2	0,3	1,4	2,7	1,9	2,4	2,1	0,7	0,5	1,7	1,4	0,2	0,9
Соединенное Королевство	2,2	3,9	2,5	2,1	2,8	2,8	2,1	2,8	3,0	1,0	-0,1	3,1	2,9	-0,3	0,7
Канада	2,4	5,2	1,8	2,9	1,9	3,1	2,9	3,1	2,7	0,7	1,2	2,8	2,8	0,3	1,7
Корея	6,1	8,5	3,8	7,0	3,1	4,7	4,2	5,1	5,0	4,1	3,5	4,7	5,9	2,4	5,2
Австралия	3,3	3,5	2,1	4,2	3,0	3,9	2,8	2,7	4,2	2,5	2,2	3,6	4,2	1,9	2,5
Тайвань, провинция Китая	6,5	5,8	-2,2	4,6	3,5	6,2	4,2	4,9	5,7	3,8	2,5	5,0	6,4	2,5	5,8
Швеция	1,7	4,4	1,1	2,4	1,9	4,1	3,3	4,1	2,7	1,2	1,4	3,0	2,4	0,7	1,7
Швейцария	1,1	3,6	1,2	0,4	-0,2	2,5	2,5	3,4	3,3	1,7	0,7	1,7	3,7	0,1	1,7
САР Гонконг	3,5	8,0	0,5	1,8	3,0	8,5	7,1	7,0	6,4	4,1	3,5	5,0	7,0	2,1	6,1
Дания	2,4	3,5	0,7	0,5	0,4	2,3	2,5	3,9	1,7	1,0	0,5	1,6	1,5	3,1	-3,0
Норвегия	3,6	3,3	2,0	1,5	1,0	3,9	2,7	2,5	3,7	2,5	1,2	2,2	4,7	1,4	0,9
Израиль	5,4	8,9	-0,3	-0,6	1,8	5,0	5,1	5,2	5,4	4,3	2,8	3,7	5,8	2,4	4,2
Сингапур	7,5	10,1	-2,4	4,2	3,5	9,0	7,3	8,2	7,7	3,6	3,5	5,5	5,4	4,0	4,4
Новая Зеландия	2,5	3,8	2,6	4,9	4,1	4,5	2,7	1,9	3,2	0,7	1,5	2,9	3,7	—	1,5
Исландия	2,2	4,3	3,9	0,1	2,4	7,7	7,4	4,4	4,9	0,3	-3,1	3,3	6,4	-1,3	-6,0
<i>Для справки</i>															
Основные страны с развитой экономикой	2,5	3,6	1,0	1,2	1,8	2,9	2,3	2,7	2,2	1,2	0,1	2,2	2,0	0,5	0,6
Новые индустриальные страны Азии	6,1	7,7	1,2	5,5	3,2	5,9	4,8	5,6	5,6	4,0	3,2	4,9	6,1	2,6	5,4
Реальный совокупный внутренний спрос															
Страны с развитой экономикой	2,7	4,0	1,1	1,7	2,1	3,3	2,6	2,8	2,2	0,8	0,1	2,4	2,1	0,1	0,4
Соединенные Штаты	3,3	4,4	0,9	2,2	2,8	4,1	3,0	2,6	1,4	0,1	-0,9	2,2	1,4	-0,6	-0,3
Зона евро	...	3,4	1,2	0,4	1,5	1,9	1,8	2,6	2,2	0,8	0,1	2,1	2,0	0,2	0,5
Германия	2,3	2,2	-0,5	-2,0	0,6	-0,1	—	2,1	1,1	0,6	-0,2	1,3	1,3	0,2	0,5
Франция	1,6	4,4	1,7	1,1	1,8	3,4	2,7	2,4	2,9	0,9	0,6	2,8	2,6	0,3	1,0
Италия	1,3	3,0	1,6	1,3	0,8	1,3	0,8	1,8	1,3	-0,2	-0,4	1,5	0,1	—	-1,1
Испания	2,7	5,3	3,8	3,2	3,8	4,8	5,1	5,1	4,2	0,8	-1,9	3,0	3,6	-1,3	-1,0
Япония	1,4	2,4	1,0	-0,4	0,8	1,9	1,7	1,6	1,0	-0,3	0,4	1,8	0,1	-0,4	1,0
Соединенное Королевство	2,2	3,9	3,0	3,2	2,9	3,4	1,9	2,6	3,6	0,8	-0,6	3,2	3,5	-1,1	0,3
Канада	1,8	4,8	1,2	3,2	4,6	4,2	4,8	4,7	4,3	-2,9	1,6	3,0	6,3	0,9	1,5
Другие страны с развитой экономикой	4,1	5,5	0,3	3,9	1,4	4,8	3,3	3,7	4,5	2,8	2,4	3,8	4,6	2,6	2,3
<i>Для справки</i>															
Основные страны с развитой экономикой	2,5	3,7	1,1	1,3	2,2	3,1	2,3	2,5	1,7	0,3	-0,3	2,2	1,6	-0,4	0,2
Новые индустриальные страны Азии	5,9	7,8	-0,1	4,5	0,1	4,9	2,6	4,0	4,4	3,1	3,2	4,3	5,0	3,3	3,5

¹По отношению к четвертому кварталу предыдущего года.

Таблица А3. Страны с развитой экономикой: компоненты реального ВВП

(Годовое изменение в процентах)

	Средние за десять лет		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
	1990–99	2000–09										
Расходы на частное потребление												
Страны с развитой экономикой	2,8	2,2	3,8	2,3	2,2	1,9	2,8	2,5	2,7	2,6	0,9	—
Соединенные Штаты	3,3	2,5	4,7	2,5	2,7	2,8	3,6	3,0	3,0	2,8	0,5	-0,9
Зона евро	...	1,4	3,1	2,0	0,9	1,3	1,6	1,6	1,8	1,5	0,3	-0,1
Германия	2,4	0,2	2,4	1,9	-0,8	0,1	0,1	0,2	1,0	-0,4	-1,0	-1,1
Франция	1,6	2,2	3,6	2,6	2,4	2,0	2,5	2,6	2,3	2,4	0,8	0,4
Италия	1,6	0,8	2,4	0,7	0,2	1,0	0,7	0,9	1,1	1,4	-0,3	-0,3
Испания	2,5	3,0	5,0	3,4	2,8	2,9	4,2	4,2	3,9	3,5	1,1	-1,3
Япония	1,9	1,2	0,7	1,6	1,1	0,4	1,6	1,3	2,0	1,5	0,7	0,6
Соединенное Королевство	2,5	2,6	4,7	3,1	3,5	3,0	2,9	1,9	2,1	3,0	2,0	—
Канада	2,2	3,5	4,0	2,3	3,6	3,0	3,3	3,7	4,3	4,5	3,9	2,2
Другие страны с развитой экономикой	4,1	3,2	5,6	2,6	3,9	1,1	3,5	3,4	3,5	4,2	2,2	1,7
<i>Для справки</i>												
Основные страны с развитой экономикой	2,6	2,0	3,6	2,2	2,0	2,0	2,6	2,3	2,5	2,3	0,6	-0,3
Новые индустриальные страны Азии	5,9	3,4	7,4	3,3	5,1	-0,3	2,4	3,4	3,8	4,3	2,1	2,1
Государственное потребление												
Страны с развитой экономикой	1,9	2,2	2,5	2,8	3,3	2,3	1,8	1,2	1,7	2,1	2,2	1,7
Соединенные Штаты	1,1	2,1	1,7	3,1	4,3	2,5	1,5	0,3	1,6	1,9	2,5	1,7
Зона евро	...	1,9	2,4	2,1	2,4	1,8	1,4	1,5	2,0	2,2	1,8	1,6
Германия	2,0	1,0	1,4	0,5	1,5	0,4	-0,7	0,4	0,6	2,2	2,0	2,0
Франция	1,7	1,6	1,9	1,2	1,9	2,0	2,3	1,2	1,3	1,4	1,4	1,6
Италия	0,2	1,8	2,2	3,9	2,4	1,9	2,2	1,9	0,8	1,2	0,8	0,4
Испания	3,3	4,6	5,3	3,9	4,5	4,8	6,3	5,5	4,6	4,9	3,9	2,9
Япония	3,0	1,7	4,3	3,0	2,4	2,3	1,9	1,6	-0,4	0,7	0,4	1,0
Соединенное Королевство	1,2	2,6	3,1	2,4	3,4	3,5	3,4	1,7	1,6	1,8	2,3	2,6
Канада	0,9	2,8	3,1	3,9	2,5	3,1	2,0	1,5	3,8	3,7	4,1	0,9
Другие страны с развитой экономикой	3,6	2,8	2,4	3,1	3,6	2,1	1,9	2,4	3,2	2,8	3,4	3,0
<i>Для справки</i>												
Основные страны с развитой экономикой	1,5	1,9	2,3	2,7	3,2	2,3	1,6	0,9	1,2	1,7	2,0	1,5
Новые индустриальные страны Азии	5,2	3,4	2,9	3,7	4,5	2,4	1,8	3,0	4,0	3,6	4,4	3,9
Валовое накопление основного капитала												
Страны с развитой экономикой	3,4	1,7	5,0	-0,8	-1,5	2,2	4,6	4,5	3,8	1,8	-0,5	-1,9
Соединенные Штаты	5,1	0,8	6,1	-1,7	-3,5	3,2	6,1	5,8	2,0	-2,0	-2,7	-4,6
Зона евро	...	2,1	4,9	0,5	-1,4	1,4	2,4	3,0	5,0	4,3	2,2	-0,6
Германия	2,7	1,0	3,0	-3,7	-6,1	-0,3	-0,3	1,1	7,7	4,3	5,2	-0,5
Франция	1,4	2,8	7,2	2,4	-1,7	2,2	3,6	4,4	4,8	4,9	1,1	-0,1
Италия	1,1	1,8	6,3	2,7	3,7	-1,2	2,3	0,7	2,5	1,2	0,2	0,2
Испания	3,3	3,6	6,6	4,8	3,4	5,9	5,1	7,0	7,1	5,3	-1,9	-6,0
Япония	—	-0,3	1,2	-0,9	-4,9	-0,5	1,4	3,1	1,3	-0,6	-2,3	-0,4
Соединенное Королевство	2,3	1,9	2,7	2,6	3,6	1,1	4,9	2,2	6,0	7,1	-4,0	-6,1
Канада	1,9	4,5	4,7	4,0	1,6	6,2	7,8	9,2	7,1	3,9	1,3	0,2
Другие страны с развитой экономикой	4,9	4,0	6,8	-4,4	3,8	2,8	7,3	4,7	5,4	6,6	3,5	3,5
<i>Для справки</i>												
Основные страны с развитой экономикой	3,2	1,1	4,8	-0,6	-2,6	1,9	4,3	4,4	3,2	0,5	-1,3	-2,8
Новые индустриальные страны Азии	7,1	3,6	10,5	-5,9	2,2	2,3	7,8	2,0	4,0	5,1	2,8	5,5

Таблица А3 (окончание)

	Средние за десять лет		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
	1990–99	2000–09										
Конечный внутренний спрос												
Страны с развитой экономикой	2,5	2,0	3,6	1,8	1,5	2,1	2,9	2,7	2,7	2,2	0,7	-0,3
Соединенные Штаты	3,3	2,1	4,5	1,8	1,8	2,8	3,8	3,1	2,6	1,8	0,3	-1,1
Зона евро	...	1,7	3,4	1,7	0,7	1,4	1,7	1,8	2,5	2,3	1,0	0,1
Германия	2,4	0,6	2,0	0,4	-1,4	0,1	-0,1	0,4	2,2	1,1	1,0	-0,3
Франция	1,6	2,2	3,9	2,2	1,4	2,1	2,7	2,6	2,5	2,7	1,0	0,6
Италия	1,2	1,2	3,1	1,7	1,3	0,7	1,4	1,1	1,3	1,4	—	-0,1
Испания	2,8	3,4	5,4	3,9	3,2	4,0	4,8	5,2	4,9	4,2	0,7	-1,9
Япония	1,5	0,9	1,4	1,2	-0,2	0,5	1,6	1,9	1,4	0,9	-0,1	0,4
Соединенное Королевство	2,2	2,5	4,1	2,9	3,5	2,8	3,3	1,9	2,6	3,4	1,0	-0,5
Канада	1,8	3,6	4,0	2,9	3,0	3,7	3,9	4,4	4,8	4,2	3,3	1,5
Другие страны с развитой экономикой	4,2	3,3	5,4	0,9	3,7	1,7	4,0	3,4	3,8	4,6	2,7	2,5
<i>Для справки</i>												
Основные страны с развитой экономикой	2,5	1,8	3,6	1,7	1,3	2,0	2,8	2,5	2,4	1,8	0,5	-0,4
Новые индустриальные страны Азии	6,1	3,4	7,6	0,8	4,1	0,8	3,5	3,0	3,9	4,5	2,6	3,3
Накопление запасов¹												
Страны с развитой экономикой	—	—	0,1	-0,6	—	0,1	0,3	-0,1	—	-0,1	-0,2	0,1
Соединенные Штаты	0,1	—	-0,1	-0,9	0,4	—	0,4	-0,1	—	-0,4	-0,1	0,3
Зона евро	...	-0,1	—	-0,5	-0,3	0,1	0,2	—	0,1	—	-0,2	—
Германия	-0,1	-0,2	-0,1	-0,9	-0,6	0,5	—	-0,4	—	0,1	-0,6	0,1
Франция	—	—	0,5	-0,4	-0,4	-0,3	0,7	0,1	-0,1	0,3	-0,2	—
Италия	—	—	-0,2	0,1	—	0,1	-0,1	-0,2	0,5	-0,1	0,3	-0,3
Испания	-0,1	—	-0,1	-0,1	—	-0,1	—	-0,1	0,2	-0,1	0,1	—
Япония	-0,1	0,1	1,0	-0,2	-0,3	0,2	0,3	-0,1	0,2	0,1	-0,2	—
Соединенное Королевство	—	—	-0,1	0,1	-0,3	0,2	—	—	—	0,2	-0,2	—
Канада	—	—	0,8	-1,7	0,2	0,8	0,1	0,3	-0,1	0,1	-0,4	0,2
Другие страны с развитой экономикой	—	—	0,1	-0,5	0,1	-0,2	0,6	-0,1	-0,1	—	0,2	-0,1
<i>Для справки</i>												
Основные страны с развитой экономикой	—	—	0,2	-0,6	0,1	0,1	0,3	-0,1	0,1	-0,1	-0,2	0,1
Новые индустриальные страны Азии	-0,1	—	0,1	-0,8	0,3	-0,6	1,1	-0,4	0,1	-0,1	0,4	-0,1
Сальдо внешних операций¹												
Страны с развитой экономикой	—	—	-0,1	—	-0,2	-0,5	-0,3	-0,2	0,1	0,3	0,7	0,5
Соединенные Штаты	-0,2	—	-0,9	-0,2	-0,7	-0,4	-0,7	-0,2	—	0,6	1,4	1,0
Зона евро	...	0,2	0,5	0,7	0,5	-0,7	0,2	-0,2	0,2	0,4	0,4	0,2
Германия	—	1,0	1,1	1,7	2,0	-0,8	1,4	0,7	1,0	1,4	1,3	0,2
Франция	0,3	-0,4	-0,5	0,1	-0,1	-0,7	-0,9	-0,8	-0,3	-0,8	—	-0,4
Италия	0,1	-0,1	0,6	0,2	-0,8	-0,8	0,2	-0,3	—	0,1	0,2	0,1
Испания	-0,2	-0,5	-0,4	-0,2	-0,6	-0,8	-1,7	-1,6	-1,2	-0,7	0,5	1,7
Япония	0,1	0,5	0,5	-0,8	0,7	0,7	0,8	0,3	0,8	1,1	0,9	0,1
Соединенное Королевство	—	-0,2	—	-0,5	-1,1	-0,1	-0,7	0,1	0,1	-0,7	0,2	0,5
Канада	0,6	-0,9	0,6	0,7	-0,1	-2,5	-0,9	-1,7	-1,3	-1,5	-2,1	-0,4
Другие страны с развитой экономикой	0,3	0,7	0,7	0,9	0,2	1,2	0,5	0,9	1,0	0,6	0,4	0,3
<i>Для справки</i>												
Основные страны с развитой экономикой	—	0,1	-0,2	—	-0,2	-0,4	-0,2	-0,1	0,1	0,4	0,9	0,5
Новые индустриальные страны Азии	0,1	1,6	0,3	1,1	1,1	3,0	1,8	2,5	2,2	1,9	1,3	0,5

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 1990–99	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013
Африка	2,3	3,5	4,9	6,2	5,4	6,5	5,8	6,1	6,3	5,9	6,0	5,4
Алжир	1,5	2,2	2,7	4,7	6,9	5,2	5,1	2,0	4,6	4,9	4,5	5,2
Ангола	0,6	3,0	3,1	14,5	3,3	11,2	20,6	18,6	21,1	16,0	12,8	0,1
Бенин	4,9	4,9	6,2	4,5	3,9	3,1	2,9	3,8	4,6	5,1	5,7	6,0
Ботсвана	6,0	8,4	4,7	5,3	6,4	6,6	4,7	3,4	5,7	5,3	4,6	5,0
Буркина-Фасо	5,1	1,8	6,6	4,7	7,3	4,6	7,1	5,5	3,6	4,5	5,6	6,0
Бурунди	-1,3	-0,9	2,1	4,4	-1,2	4,8	0,9	5,1	3,6	4,5	5,0	5,5
Камерун ²	0,3	4,2	4,5	4,0	4,0	3,7	2,3	3,2	3,5	3,8	4,6	5,3
Кабо-Верде	6,1	7,3	6,1	5,3	4,7	4,3	6,5	10,8	6,9	6,0	6,5	6,7
Центральноафриканская Республика	0,4	1,8	0,3	-0,6	-7,6	1,0	2,4	4,0	4,2	3,5	4,5	5,0
Чад	3,2	-0,9	11,7	8,5	14,7	33,6	7,9	0,2	0,2	0,4	5,0	2,4
Коморские Острова Демократическая Респ. Конго	1,5	1,4	3,3	4,1	2,5	-0,2	4,2	1,2	0,5	0,5	1,7	4,5
Республика Конго	-5,6	-6,9	-2,1	3,5	5,8	6,6	7,9	5,6	6,3	10,0	10,3	7,3
Кот-д'Ивуар	0,8	7,6	3,8	4,6	0,8	3,5	7,8	6,2	-1,6	9,1	12,1	1,4
Джибути	3,5	-4,6	—	-1,6	-1,7	1,6	1,9	0,7	1,6	2,9	4,7	6,4
Экваториальная Гвинея	-1,2	0,5	2,0	2,6	3,2	3,0	3,2	4,8	5,3	5,9	6,9	7,2
Эритрея	29,2	18,2	63,4	19,5	14,0	38,0	9,7	1,3	21,4	7,4	4,6	1,2
Эфиопия	...	-12,4	8,8	3,0	-2,7	1,5	2,6	-1,0	1,3	1,2	2,0	4,8
Габон	2,6	5,9	7,7	1,2	-3,5	9,8	12,6	11,6	11,4	8,4	6,5	7,7
Гамбия	2,4	-1,9	2,1	-0,3	2,4	1,1	3,0	1,2	5,6	3,9	7,0	1,5
Гана	4,2	5,5	5,8	-3,2	6,9	7,0	5,1	6,5	6,3	5,5	6,0	5,5
Гвинея	4,5	3,7	4,2	4,5	5,2	5,6	5,9	6,4	6,3	6,5	5,8	6,8
Гвинея-Бисау	4,2	2,9	3,8	4,2	1,2	2,3	3,0	2,4	1,8	4,5	4,7	5,3
Кения	0,6	7,5	0,2	-7,1	-0,6	2,2	3,2	1,8	2,5	3,2	3,1	3,9
Лесото	2,1	0,6	4,7	0,3	2,8	4,6	5,9	6,4	7,0	3,3	6,4	6,5
Либерия	4,0	2,3	1,8	2,8	2,7	4,2	2,9	7,2	4,9	5,2	5,4	5,2
Мадагаскар	...	29,3	2,9	3,7	-31,3	2,6	5,3	7,8	9,5	8,6	14,3	12,0
Малави	1,6	4,5	6,0	-12,4	15,3	3,3	4,7	6,6	6,4	2,1	7,5	6,1
Мали	3,9	0,8	-4,1	1,9	4,2	5,0	2,3	8,2	7,9	7,1	7,8	6,5
Мавритания	5,5	-3,2	12,1	4,3	7,2	2,4	6,1	5,3	3,1	4,8	5,2	4,5
Маврикий	2,6	1,9	2,9	1,1	5,6	5,2	5,4	11,4	1,0	5,0	6,8	6,2
Марокко	5,8	7,2	4,2	1,5	3,8	4,8	3,1	3,6	4,2	6,6	6,2	5,1
Республика Мозамбик	2,6	1,8	7,6	3,3	6,3	4,8	3,0	7,8	2,7	6,5	5,5	6,0
Намибия	6,4	1,5	12,3	9,2	6,5	7,9	8,4	8,7	7,0	6,5	6,7	6,5
Нигер	3,8	3,5	2,4	6,7	3,5	6,6	4,7	3,9	3,6	3,9	4,2	4,6
Нигерия	1,1	-2,6	7,4	5,3	7,7	-0,8	7,4	5,2	3,2	4,4	4,5	4,4
Руанда	2,6	5,3	8,2	21,2	10,3	10,6	5,4	6,2	5,9	6,2	8,1	7,0
Сан-Томе и Принсипи	-0,1	8,1	8,5	11,0	0,3	5,3	7,1	5,5	6,0	6,0	5,6	5,6
Сенегал	1,2	0,4	3,1	11,6	5,4	6,6	5,7	6,7	6,0	5,8	6,0	8,0
Сейшельские Острова	2,7	3,2	4,6	0,7	6,7	5,9	5,6	2,3	4,8	4,3	5,8	5,4
Сьерра-Леоне	4,8	4,3	-2,3	1,2	-5,9	-2,9	1,2	5,3	5,5	2,5	3,0	3,8
Южная Африка	-7,8	3,8	18,2	27,4	9,5	7,4	7,3	7,4	6,8	5,5	5,9	6,5
Судан	1,4	4,2	2,7	3,7	3,1	4,9	5,0	5,4	5,1	3,8	3,3	5,0
Свазиленд	2,7	8,4	6,2	5,4	7,1	5,1	6,3	11,3	10,2	8,5	7,7	4,7
Танзания	3,7	2,0	1,0	1,8	3,9	2,5	2,2	2,9	3,5	2,6	2,5	2,5
Того	3,1	4,9	6,0	7,2	6,9	7,8	7,4	6,7	7,1	7,5	8,0	7,5
Тунис	1,6	-1,3	-2,3	-0,3	5,2	2,4	1,3	4,1	2,1	2,5	3,5	4,0
Уганда	5,0	4,7	5,0	1,7	5,6	6,0	4,0	5,5	6,3	5,5	5,0	5,8
Замбия	6,3	5,4	5,2	8,6	6,6	6,8	6,3	10,8	7,9	9,8	8,1	6,0
Зимбабве ³	-0,6	3,6	4,9	3,3	5,1	5,4	5,3	6,2	6,3	5,8	6,4	6,0
	2,0	-7,3	-2,7	-4,4	-10,4	-3,6	-4,0	-5,4	-6,1	...	...	...

Таблица А4 (продолжение)

	Среднее 1990–99	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013
Центральная и Восточная Европа⁴	1,2	4,9	0,4	4,2	4,8	6,9	6,1	6,7	5,7	4,5	3,4	5,0
Албания	-0,5	7,3	7,0	4,2	5,8	5,7	5,8	5,4	6,0	6,1	6,3	6,1
Босния и Герцеговина	...	5,2	3,6	5,0	3,5	6,3	3,9	6,9	6,8	5,5	5,0	4,0
Болгария	-5,4	5,4	4,1	4,5	5,0	6,6	6,2	6,3	6,2	6,3	4,2	6,5
Хорватия	...	2,9	4,4	5,6	5,3	4,3	4,3	4,8	5,6	3,8	3,7	4,8
Чешская Республика	-0,3	3,6	2,5	1,9	3,6	4,5	6,3	6,8	6,6	4,0	3,4	4,5
Эстония	...	9,6	7,7	7,8	7,1	7,5	9,2	10,4	6,3	-1,5	0,5	5,2
Венгрия	0,1	5,2	4,1	4,4	4,2	4,8	4,1	3,9	1,3	1,9	2,3	3,4
Латвия	...	6,9	8,0	6,5	7,2	8,7	10,6	12,2	10,3	-0,9	-2,2	3,5
Литва	...	4,1	6,6	6,9	10,3	7,3	7,9	7,9	8,9	3,9	0,7	5,5
БЮР Македония	...	4,5	-4,5	0,9	2,8	4,1	4,1	4,0	5,0	5,5	5,0	4,0
Республика Черногория	...	...	1,1	1,9	2,5	4,4	4,2	8,6	9,7	7,5	5,0	4,0
Польша	2,6	4,3	1,2	1,4	3,9	5,3	3,6	6,2	6,6	5,2	3,8	5,1
Румыния	-2,5	2,1	5,7	5,1	5,2	8,5	4,2	7,9	6,0	8,6	4,8	6,0
Сербия	...	4,5	5,4	3,6	2,8	8,2	6,0	5,6	7,1	6,0	6,0	5,5
Словацкая Республика	...	1,4	3,4	4,8	4,8	5,2	6,6	8,5	10,4	7,4	5,6	4,7
Турция	3,9	6,8	-5,7	6,2	5,3	9,4	8,4	6,9	4,6	3,5	3,0	5,0
Содружество Независимых Государств^{4,5}	...	9,1	6,1	5,2	7,8	8,2	6,8	8,2	8,6	7,2	5,7	5,6
Россия	...	10,0	5,1	4,7	7,3	7,2	6,4	7,4	8,1	7,0	5,5	5,5
Кроме России	...	6,6	8,9	6,6	9,1	10,8	7,7	10,2	9,8	7,6	6,2	5,7
Армения	...	6,0	9,6	13,2	14,0	10,5	14,0	13,3	13,8	10,0	8,0	6,0
Азербайджан	...	6,2	6,5	8,1	10,5	10,4	24,3	30,5	23,4	16,0	16,4	-1,8
Беларусь	...	5,8	4,7	5,0	7,0	11,4	11,4	10,0	8,2	9,2	8,0	5,0
Грузия	...	1,9	4,7	5,5	11,1	5,9	9,6	9,4	12,4	3,5	4,0	5,0
Казахстан	...	9,8	13,5	9,8	9,3	9,6	9,7	10,7	8,9	4,5	5,3	6,8
Кыргызская Республика	...	5,4	5,3	-0,0	7,0	7,0	-0,2	3,1	8,2	7,5	6,7	6,3
Молдова	...	2,1	6,1	7,8	6,6	7,4	7,5	4,8	4,0	6,5	6,5	6,0
Монголия	-0,4	3,9	0,2	4,7	7,0	10,6	7,3	8,6	9,9	9,0	8,1	5,3
Таджикистан	...	8,3	10,2	9,1	10,2	10,6	6,7	7,0	7,8	6,0	7,0	7,0
Туркменистан	...	18,6	20,4	15,8	17,1	14,7	13,0	11,4	11,6	10,8	10,3	10,2
Украина	...	5,9	9,2	5,2	9,6	12,1	2,7	7,3	7,6	6,4	2,5	6,5
Узбекистан	...	3,8	4,2	4,0	4,2	7,7	7,0	7,3	9,5	8,0	7,5	6,0

Таблица А4 (продолжение)

	Среднее 1990–99	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013
Развивающиеся страны Азии	7,2	7,0	5,8	6,9	8,2	8,6	9,0	9,9	10,0	8,4	7,7	8,8
Исламская Республика Афганистан	...	...	...	...	15,1	8,8	16,1	8,2	11,5	7,5	8,3	7,2
Бангладеш	4,8	5,6	4,8	4,8	5,8	6,1	6,3	6,5	6,3	7,0	5,6	6,7
Бутан	5,3	7,2	6,8	10,9	7,2	6,8	7,0	8,8	17,9	6,6	5,7	6,7
Бруней-Даруссалам	...	2,9	2,7	3,9	2,9	0,5	0,4	4,4	0,6	-0,5	2,8	3,0
Камбоджа	...	8,8	8,1	6,6	8,5	10,3	13,3	10,8	10,2	7,0	6,0	7,4
Китай	9,9	8,4	8,3	9,1	10,0	10,1	10,4	11,6	11,9	9,7	9,3	10,0
Фиджи	5,8	-1,8	2,0	3,2	1,0	5,5	0,7	3,3	-3,1	2,5	2,0	2,7
Индия	5,6	5,7	3,9	4,6	6,9	7,9	9,1	9,8	9,3	7,9	6,9	8,0
Индонезия	4,1	5,4	3,6	4,5	4,8	5,0	5,7	5,5	6,3	6,1	5,5	6,7
Кирибати	4,3	3,9	3,2	8,1	-1,3	-1,5	1,7	2,4	2,0	3,7	2,5	1,1
Лаосская НДР	6,4	5,8	5,7	5,9	6,1	6,4	7,1	8,1	7,9	7,5	6,8	7,1
Малайзия	7,1	8,7	0,5	5,4	5,8	6,8	5,3	5,8	6,3	5,8	4,8	6,0
Мальдивские Острова	6,5	4,8	3,5	6,5	8,5	9,5	-4,6	18,0	7,6	6,5	6,5	6,0
Мьянма	6,0	13,7	11,3	12,0	13,8	13,6	13,6	12,7	5,5	2,0	6,0	4,0
Непал	4,9	6,1	5,6	0,1	3,9	4,7	3,1	3,7	3,2	4,7	5,5	5,5
Пакистан	4,0	4,3	2,0	3,2	4,8	7,4	7,7	6,9	6,4	5,8	3,5	6,0
Папуа-Новая Гвинея	4,5	-2,5	-0,1	-0,2	2,2	2,7	3,4	2,6	6,2	5,8	4,7	2,6
Филиппины	2,8	6,0	1,8	4,4	4,9	6,4	5,0	5,4	7,2	4,4	3,8	5,5
Самоа	2,0	5,0	8,1	5,5	2,1	2,4	6,0	1,8	6,0	4,5	4,0	3,5
Соломоновы Острова	4,3	-14,3	-8,0	-2,8	6,5	8,0	5,0	6,1	10,3	7,3	4,0	3,2
Шри-Ланка	5,2	6,0	-1,5	4,0	5,9	5,4	6,2	7,7	6,8	6,1	5,1	5,0
Таиланд	5,1	4,8	2,2	5,3	7,1	6,3	4,5	5,1	4,8	4,7	4,5	6,0
Тимор-Лешти	...	15,5	16,5	-6,7	-6,2	0,3	2,3	-3,4	19,8	2,5	0,6	3,8
Тонга	1,5	5,4	2,6	3,0	3,2	1,4	5,4	0,6	-3,2	1,2	2,6	1,6
Вануату	3,6	2,7	-2,5	-7,4	3,2	5,5	6,5	7,2	6,5	6,0	5,5	3,0
Вьетнам	7,4	6,8	6,9	7,1	7,3	7,8	8,4	8,2	8,5	6,3	5,5	7,4
Ближний Восток	4,3	5,5	2,6	3,8	7,1	5,8	5,7	5,7	5,9	6,4	5,9	5,4
Бахрейн	4,8	5,2	4,6	5,2	7,2	5,6	7,9	6,5	6,0	6,3	6,0	6,0
Египет	4,1	5,4	3,5	3,2	3,2	4,1	4,5	6,8	7,1	7,2	6,0	6,9
Исламская Респ. Иран	5,1	5,1	3,7	7,5	7,2	5,1	4,7	5,8	6,4	5,5	5,0	4,5
Ирак	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Иордания	4,2	4,3	5,3	5,8	4,2	8,6	7,1	6,3	6,0	5,5	5,3	6,0
Кувейт	0,1	4,7	0,2	3,0	17,3	10,7	11,4	6,3	4,6	5,9	5,8	6,0
Ливан	5,4	1,7	4,5	3,3	4,1	7,5	1,1	—	4,0	6,0	5,0	5,0
Ливия	-2,4	3,7	-4,3	-1,3	13,0	4,4	10,3	6,7	6,8	7,1	8,1	7,9
Оман	4,9	5,5	7,5	2,6	2,0	5,3	6,0	6,8	6,4	7,4	6,0	5,6
Катар	4,2	10,9	6,3	3,2	6,3	17,7	9,2	15,0	15,9	16,8	21,4	5,5
Саудовская Аравия	3,1	4,9	0,5	0,1	7,7	5,3	5,6	3,0	3,5	5,9	4,3	5,0
Сирийская Арабская Республика	5,6	2,3	3,7	5,9	1,1	2,8	3,3	4,4	3,9	4,2	5,2	4,7
Объединенные Арабские Эмираты	5,4	12,4	1,7	2,6	11,9	9,7	8,2	9,4	7,4	7,0	6,0	5,6
Йеменская Республика	...	6,2	3,8	3,9	3,7	4,0	5,6	3,2	3,3	3,5	8,1	4,4

Таблица А4 (окончание)

	Среднее 1990–99	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013
Западное полушарие	2.9	4.1	0.7	0.5	2.2	6.1	4.7	5.5	5.6	4.6	3.2	4.2
Антигуа и Барбуда	3,3	3,3	1,5	2,0	4,3	5,2	5,5	12,2	6,1	2,1	4,0	4,5
Аргентина	4,2	-0,8	-4,4	-10,9	8,8	9,0	9,2	8,5	8,7	6,5	3,6	3,0
Багамские Острова	1,8	1,9	0,8	2,3	1,0	1,3	2,5	3,4	2,8	1,0	1,2	2,0
Барбадос	0,4	2,3	-2,6	0,7	2,0	4,8	4,3	3,3	3,3	1,7	1,0	3,0
Белиз	5,8	13,0	5,0	5,1	9,3	4,6	3,1	4,7	1,2	4,0	2,5	2,5
Боливия	4,0	2,5	1,7	2,5	2,7	4,2	4,4	4,8	4,6	5,9	5,0	4,5
Боливия	1,7	4,3	1,3	2,7	1,1	5,7	3,2	3,8	5,4	5,2	3,5	4,0
Чили	6,4	4,5	3,5	2,2	4,0	6,0	5,6	4,3	5,1	4,5	3,8	5,0
Колумбия	2,9	2,9	2,2	2,5	4,6	4,7	5,7	6,8	7,7	4,0	3,5	5,0
Коста-Рика	5,4	1,8	1,1	2,9	6,4	4,3	5,9	8,8	7,3	4,0	3,5	5,5
Доминика	2,6	1,3	-4,2	-5,1	0,1	3,0	3,3	4,0	1,5	2,6	2,8	3,0
Доминиканская Республика	4,9	5,7	1,8	5,8	-0,3	1,3	9,3	10,7	8,5	4,7	2,8	6,3
Эквадор	2,2	2,8	5,3	4,2	3,6	8,0	6,0	3,9	2,5	3,0	3,0	4,5
Сальвадор	4,9	2,2	1,7	2,3	2,3	1,9	3,1	4,2	4,7	3,0	2,6	4,5
Гренада	4,3	7,0	-3,0	1,6	7,1	-6,4	11,5	-1,1	4,3	3,7	4,2	4,2
Гватемала	3,7	2,5	2,4	3,9	2,5	3,2	3,3	5,2	5,7	4,5	4,0	4,5
Гайана	4,7	-1,3	2,3	1,1	-0,7	1,6	-1,9	5,1	5,5	4,6	4,5	3,6
Гаити	0,2	0,9	-1,0	-0,3	0,4	-3,5	1,8	2,3	3,2	2,5	4,0	4,0
Гондурас	2,7	5,7	2,7	3,8	4,5	6,2	6,1	6,3	6,3	4,2	4,0	4,2
Ямайка	0,9	0,7	1,5	1,1	2,3	1,0	1,4	2,5	1,2	0,7	0,9	2,7
Мексика	3,3	6,6	-0,2	0,8	1,7	4,0	3,1	4,9	3,2	2,1	1,8	4,4
Никарагуа	3,1	4,1	3,0	0,8	2,5	5,3	4,4	3,9	3,8	3,0	3,5	5,0
Парама	6,1	2,7	0,6	2,2	4,2	7,5	7,2	8,5	11,5	8,3	7,8	6,5
Парагвай	2,4	-3,3	2,1	—	3,8	4,1	2,9	4,3	6,8	5,5	4,2	5,0
Перу	3,1	3,0	0,2	5,0	4,0	5,1	6,7	7,7	8,9	9,2	7,0	6,5
Сент-Китс и Невис	4,0	4,3	2,0	1,0	0,5	7,6	4,8	6,4	3,1	3,5	2,7	2,0
Сент-Люсия	3,1	—	-4,1	0,6	3,5	3,8	4,4	4,9	1,7	2,3	3,1	4,4
Сент-Винсент и Гренадины	3,5	2,0	-0,1	3,2	2,8	6,8	2,6	6,9	6,6	5,0	4,7	4,3
Суринам	0,5	-0,1	6,8	2,6	6,0	8,2	4,5	4,8	5,5	6,5	4,8	4,8
Тринидад и Тобаго	3,9	7,6	3,8	7,9	14,4	7,8	6,1	12,2	5,5	5,0	4,5	3,7
Уругвай	3,2	-1,4	-3,4	-11,0	2,2	11,8	6,6	7,0	7,4	6,5	5,5	4,0
Венесуэла	2,4	3,7	3,4	-8,9	-7,8	18,3	10,3	10,3	8,4	6,0	2,0	2,0

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 1990–99	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013
Дефляторы ВВП												
Страны с развитой экономикой	2,6	1,5	1,9	1,6	1,7	2,0	2,1	2,1	2,1	2,2	1,7	1,9
Соединенные Штаты	2,2	2,2	2,4	1,7	2,1	2,9	3,3	3,2	2,7	2,2	1,6	1,9
Зона евро	...	1,5	2,4	2,6	2,2	1,8	2,0	2,0	2,2	2,4	1,8	2,1
Япония	0,6	-1,7	-1,2	-1,5	-1,6	-1,1	-1,2	-1,0	-0,8	-0,6	0,3	1,1
Другие страны с развитой экономикой ¹	3,3	2,1	2,0	1,7	2,1	2,2	2,0	1,9	2,4	3,2	2,5	1,9
Потребительские цены												
Страны с развитой экономикой	3,0	2,2	2,1	1,5	1,8	2,0	2,3	2,4	2,2	3,6	2,0	2,0
Соединенные Штаты	3,0	3,4	2,8	1,6	2,3	2,7	3,4	3,2	2,9	4,2	1,8	2,1
Зона евро ²	...	2,2	2,4	2,3	2,1	2,2	2,2	2,2	2,1	3,5	1,9	1,9
Япония	1,2	-0,8	-0,7	-0,9	-0,3	—	-0,3	0,3	—	1,6	0,9	1,5
Другие страны с развитой экономикой	3,5	1,8	2,1	1,7	1,8	1,7	2,1	2,1	2,1	3,9	3,0	2,2
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	51,3	8,5	7,7	6,8	6,6	5,9	5,7	5,4	6,4	9,4	7,8	4,8
Региональные группы												
Африка	24,9	11,7	11,0	9,0	8,6	6,4	7,1	6,3	6,2	10,2	8,3	4,8
Центральная и Восточная Европа	60,1	24,9	21,5	16,4	10,1	6,3	5,1	5,4	5,6	7,8	5,7	3,2
Содружество Независимых Государств ³	...	24,1	20,3	14,0	12,3	10,4	12,1	9,4	9,7	15,6	12,6	7,5
Развивающиеся страны Азии	8,7	1,9	2,8	2,1	2,6	4,1	3,8	4,2	5,4	7,8	6,2	3,7
Ближний Восток	10,9	4,1	3,8	5,3	6,1	7,1	6,2	7,0	10,6	15,8	14,4	8,2
Западное полушарие	98,4	8,3	6,5	8,7	10,5	6,6	6,3	5,3	5,4	7,9	7,3	5,6
<i>Для справки</i>												
Европейский союз	10,0	3,1	3,0	2,5	2,2	2,3	2,3	2,3	2,4	3,9	2,4	2,1
Аналитические группы												
По источникам экспортных доходов												
Топливо	76,0	14,4	13,4	11,8	11,5	9,8	9,6	8,5	9,8	15,2	13,4	8,7
По источникам экспортных доходов, в том числе первичные продукты	45,1	7,1	6,3	5,6	5,5	5,0	4,8	4,7	5,6	8,1	6,5	3,9
55,0	17,8	15,4	8,4	6,6	4,0	7,2	7,4	6,5	10,7	8,3	4,8	
По источникам внешнего финансирования												
Страны – чистые дебиторы, в том числе официальное финансирование	52,2	9,4	8,4	8,1	7,3	5,4	5,9	6,1	5,9	8,7	7,5	4,3
17,5	4,2	4,3	4,7	6,6	7,3	7,9	7,5	8,9	15,6	12,9	6,0	
Страны – чистые дебиторы по состоянию обслуживания долга												
Страны, имевшие просроченную задолженность, и/или страны, которым предоставлялось реоформление долга в период с 2002 по 2006 год	28,5	7,2	8,3	11,2	7,6	5,8	8,6	9,9	7,2	10,7	10,6	5,8
<i>Для справки</i>												
Медианный уровень инфляции												
Страны с развитой экономикой	2,8	2,7	2,5	2,3	2,1	1,9	2,1	2,2	2,1	3,8	2,6	2,0
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	10,1	4,0	4,7	3,3	4,3	4,5	5,7	5,6	6,2	9,6	7,4	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 1990–99	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013	На конец периода			
													2007	2008	2009	
Потребительские цены																
Страны с развитой экономикой																
Соединенные Штаты	3,0	2,2	2,1	1,5	1,8	2,0	2,3	2,4	2,2	3,6	2,0	2,0	3,1	3,2	1,7	
Зона евро ¹	...	2,2	2,4	2,3	2,1	2,1	2,2	2,2	2,1	3,5	1,9	1,9	3,1	2,9	1,7	
Германия	2,4	1,4	1,9	1,4	1,0	1,8	1,9	1,8	2,3	2,9	1,4	1,7	3,1	2,4	0,8	
Франция	1,9	1,8	1,8	1,9	2,2	2,3	1,9	1,9	1,6	3,4	1,6	1,8	2,8	2,6	1,6	
Италия	4,1	2,6	2,3	2,6	2,8	2,3	2,2	2,2	2,0	3,4	1,9	2,0	1,8	4,6	1,6	
Испания	4,3	3,5	2,8	3,6	3,1	3,1	3,4	3,6	2,8	4,5	2,6	2,4	4,3	3,6	2,2	
Нидерланды	2,3	2,3	5,1	3,8	2,2	1,4	1,5	1,7	1,6	2,9	2,6	2,0	1,6	2,9	2,6	
Бельгия	2,0	2,7	2,4	1,6	1,5	1,9	2,5	2,3	1,8	4,6	2,8	1,9	3,1	4,1	2,2	
Австрия	2,1	2,0	2,3	1,7	1,3	2,0	2,1	1,7	2,2	3,5	2,3	1,8	3,5	2,9	1,8	
Финляндия	2,1	3,0	2,7	2,0	1,3	0,1	0,8	1,3	1,6	3,9	2,5	2,0	1,9	4,5	2,7	
Греция	10,8	2,9	3,7	3,9	3,4	3,0	3,5	3,3	3,0	4,4	3,1	2,5	3,9	3,7	2,9	
Португалия	5,7	2,8	4,4	3,7	3,3	2,5	2,1	3,0	2,4	3,2	2,0	2,1	2,4	3,2	2,0	
Ирландия	2,4	5,3	4,0	4,7	4,0	2,3	2,2	2,7	2,9	3,5	2,4	2,0	3,2	3,3	2,2	
Люксембург	2,2	3,2	2,7	2,1	2,0	2,2	2,5	2,7	2,3	3,7	1,8	2,0	3,4	2,8	2,0	
Словения	...	8,8	8,4	7,5	5,6	3,6	2,5	2,5	3,6	5,9	3,3	3,3	5,6	4,7	3,0	
Кипр	3,7	4,9	2,0	2,8	4,0	1,9	2,0	2,2	2,2	4,6	3,5	2,0	3,7	4,4	2,9	
Мальта	3,1	3,0	2,5	2,6	1,9	2,7	2,5	2,6	0,7	3,7	2,2	2,4	3,1	2,8	2,4	
Япония	1,2	-0,8	-0,7	-0,9	-0,3	—	-0,3	0,3	—	1,6	0,9	1,5	0,7	1,9	0,5	
Соединенное Королевство ¹	3,3	0,9	1,2	1,3	1,4	1,3	2,0	2,3	2,3	3,8	2,9	2,0	2,0	4,6	2,0	
Канада	2,2	2,7	2,5	2,3	2,7	1,8	2,2	2,0	2,1	2,5	2,1	2,0	2,4	2,9	1,9	
Корея	5,7	2,3	4,1	2,8	3,5	3,6	2,8	2,2	2,5	4,8	4,0	3,0	3,6	5,0	3,0	
Австралия	2,5	4,5	4,4	3,0	2,8	2,3	2,7	3,5	2,3	4,6	3,6	2,8	3,0	4,8	3,2	
Тайвань, провинция Китая	2,9	1,3	—	-0,2	-0,3	1,6	2,3	0,6	1,8	4,2	2,5	1,5	3,3	4,3	1,8	
Швеция	3,6	1,3	2,7	1,9	2,3	1,0	0,8	1,5	1,7	3,4	2,8	2,0	2,5	3,3	2,4	
Швейцария	2,3	1,6	1,0	0,6	0,6	0,8	1,2	1,0	0,7	2,6	1,5	1,0	2,0	1,2	1,5	
САР Гонконг	6,8	-3,7	-1,6	-3,0	-2,6	-0,4	0,9	2,0	2,0	4,8	4,3	3,0	3,8	3,8	5,1	
Дания	2,1	2,9	2,4	2,4	2,1	1,2	1,8	1,9	1,7	3,4	2,8	1,9	2,3	3,7	2,4	
Норвегия	2,4	3,1	3,0	1,3	2,5	0,4	1,6	2,3	0,8	3,2	2,7	2,5	2,8	1,4	2,4	
Израиль	11,2	1,1	1,1	5,7	0,7	-0,4	1,3	2,1	0,5	4,8	3,3	2,0	3,4	5,1	1,9	
Сингапур	1,9	1,3	1,0	-0,4	0,5	1,7	0,5	1,0	2,1	6,5	3,3	1,7	3,9	5,6	2,6	
Новая Зеландия	2,1	2,6	2,6	2,6	1,7	2,3	3,0	3,4	2,4	4,2	3,8	2,2	3,2	4,8	2,9	
Исландия	4,1	5,1	6,6	4,8	2,1	3,2	4,0	6,8	5,0	12,1	11,2	2,0	5,9	14,9	9,1	
<i>Для справки</i>																
Основные страны с развитой экономикой	2,6	2,1	1,9	1,3	1,7	2,0	2,3	2,4	2,2	3,5	1,7	1,9	3,0	3,0	1,4	
Новые индустриальные страны Азии	4,7	1,2	1,9	1,0	1,4	2,4	2,2	1,6	2,2	4,8	3,5	2,5	3,6	4,7	2,9	

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 1990–99	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013	На конец периода		
													2007	2008	2009
Африка	24,9	11,7	11,0	9,0	8,6	6,4	7,1	6,3	6,2	10,2	8,3	4,8	7,1	11,2	6,8
Алжир	17,3	0,3	4,2	1,4	2,6	3,6	1,6	2,5	3,6	4,3	4,0	2,9	4,4	4,2	3,9
Ангола	463,0	325,0	152,6	108,9	98,3	43,6	23,0	13,3	12,2	12,1	9,3	4,5	11,8	11,0	8,0
Бенин	7,2	4,2	4,0	2,4	1,5	0,9	5,4	3,8	1,3	8,8	6,5	2,8	0,3	13,1	3,7
Ботсвана	10,9	8,5	6,6	8,0	9,2	7,0	8,6	11,6	7,1	12,6	11,9	9,5	8,1	13,4	10,7
Буркина-Фасо	4,3	-0,3	4,7	2,3	2,0	-0,4	6,4	2,4	-0,2	9,5	5,0	2,0	2,3	5,5	3,5
Бурунди	13,5	24,3	9,3	-1,3	10,7	8,0	13,4	2,8	8,3	24,3	15,4	5,2	14,7	23,7	9,8
Камерун ²	4,9	0,8	2,8	6,3	0,6	0,3	2,0	5,1	0,9	4,1	2,1	2,0	3,5	2,5	1,7
Кабо-Верде	7,3	-2,4	3,7	1,9	1,2	-1,9	0,4	4,8	4,4	5,7	4,9	2,0	3,4	6,5	4,1
Центральноафриканская Респ.	3,5	3,2	3,8	2,3	4,4	-2,2	2,9	6,7	0,9	8,5	6,7	2,5	-0,2	13,0	3,8
Чад	4,1	3,8	12,4	5,2	-1,8	-5,4	7,9	7,9	-8,8	5,0	3,0	3,0	0,8	2,9	3,0
Коморские Острова	2,5	5,9	5,6	3,6	3,7	4,5	3,0	3,4	4,5	5,9	5,6	3,1	2,2	9,6	1,6
Демократическая Респ. Конго	848,4	550,0	357,3	25,3	12,8	4,0	21,4	13,2	16,7	17,5	15,1	10,0	10,0	23,5	11,5
Республика Конго	7,3	0,4	0,8	3,1	1,5	3,8	2,5	4,7	2,6	4,0	4,0	3,0	-1,7	5,0	3,0
Кот-д'Ивуар	6,0	-0,4	4,4	3,1	3,3	1,5	3,9	2,5	1,9	5,6	5,7	3,0	1,5	9,0	3,0
Джибути	4,2	1,6	1,8	0,6	2,0	3,1	3,1	3,5	5,0	8,1	6,0	3,0	5,0	8,1	6,0
Экваториальная Гвинея	6,1	4,8	8,8	7,6	7,3	4,2	5,7	4,5	2,8	6,4	5,5	4,0	3,7	6,5	5,2
Эритрея	...	19,9	14,6	16,9	22,7	25,1	12,5	15,1	9,3	11,0	10,5	8,5	12,3	11,0	10,0
Эфиопия	7,1	6,2	-5,2	-7,2	15,1	8,6	6,8	12,3	15,8	25,3	40,8	9,1	15,1	55,3	18,0
Габон	5,5	0,5	2,1	0,2	2,1	0,4	1,2	-1,4	5,0	5,1	5,7	2,5	5,9	5,1	5,5
Гамбия	5,4	0,9	4,5	8,6	17,0	14,3	5,0	2,1	5,4	6,0	5,5	4,0	6,0	6,0	5,0
Гана	26,8	25,2	32,9	14,8	26,7	12,6	15,1	10,2	10,7	16,8	13,3	5,0	12,7	17,8	13,0
Гвинея	8,5	6,8	5,4	3,0	11,0	17,5	31,4	34,7	22,9	17,9	9,3	5,0	12,8	15,0	10,0
Гвинея-Бисау	35,6	8,6	3,3	3,3	-3,5	0,8	3,4	2,0	4,6	9,6	6,2	3,0	9,3	9,8	3,0
Кения	16,0	10,0	5,8	2,0	9,8	11,6	10,3	14,5	9,8	25,0	6,5	5,0	12,0	24,0	6,5
Лесото	11,1	6,1	6,9	12,5	7,3	5,0	3,4	6,1	8,0	11,2	9,5	4,9	10,5	12,7	9,1
Либерия	...	5,3	12,1	14,2	10,3	3,6	6,9	7,2	11,4	19,2	11,4	5,0	11,7	18,8	8,5
Мадагаскар	16,4	10,7	6,9	16,2	-1,1	14,0	18,4	10,8	10,3	9,4	8,8	5,0	8,2	11,0	8,5
Малави	29,0	29,6	27,2	17,3	9,6	11,4	15,5	13,9	7,9	8,2	7,9	6,7	7,5	8,2	7,0
Мали	3,8	-0,7	5,2	5,0	-1,3	-3,1	6,4	1,9	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Мавритания	5,0	6,8	7,7	5,4	5,3	10,4	12,1	6,2	7,3	12,5	9,5	5,0	7,4	12,0	7,0
Маврикий	8,2	4,2	5,4	6,5	3,9	4,7	4,9	8,9	9,1	8,8	8,6	5,0	10,0	9,7	7,5
Марокко	4,4	1,9	0,6	2,8	1,2	1,5	1,0	3,3	2,0	3,9	3,5	2,6	2,0	3,9	3,5
Республика Мозамбик	31,8	12,7	9,1	16,8	13,5	12,6	6,4	13,2	8,2	10,1	8,4	5,4	10,3	9,2	8,1
Намбия	10,2	9,3	9,3	11,3	7,2	4,1	2,3	5,1	6,7	8,7	8,1	4,7	7,1	9,1	7,0
Нигер	4,5	2,9	4,0	2,7	-1,8	0,4	7,8	0,1	0,1	8,3	3,5	2,0	4,7	6,4	3,5
Нигерия	28,5	6,9	18,0	13,7	14,0	15,0	17,8	8,3	5,5	11,0	11,1	8,5	6,6	13,1	9,8
Руанда	16,3	3,9	3,4	2,0	7,4	12,0	9,0	8,9	9,1	12,0	8,0	5,0	6,6	15,5	5,0
Сан-Томе и Принсипи	39,2	11,0	9,2	10,1	9,8	13,3	17,2	23,1	18,5	25,9	19,8	5,0	27,6	24,5	16,0
Сенегал	4,0	0,7	3,0	2,3	—	0,5	1,7	2,1	5,9	5,4	2,8	2,2	6,2	4,1	2,2
Сейшельские Острова	2,0	6,3	6,0	0,2	3,3	3,9	0,8	-1,4	5,7	27,3	28,7	3,0	16,8	21,2	35,2
Сьерра-Леоне	42,6	-0,9	2,6	-3,7	7,5	14,2	12,1	9,5	11,7	15,3	13,9	6,5	13,8	15,7	12,1
Южная Африка	9,8	5,4	5,7	9,2	5,8	1,4	3,4	4,7	7,1	11,8	8,0	4,5	9,0	12,7	6,6
Судан	75,2	8,0	4,9	8,3	7,7	8,4	8,5	7,2	8,0	16,0	10,0	4,5	8,8	12,0	8,0
Свазиленд	9,5	7,2	7,5	11,7	7,4	3,4	4,8	5,3	8,2	12,7	8,9	5,3	9,8	13,5	7,5
Танзания	21,3	6,2	5,1	4,6	4,4	4,1	4,4	7,3	7,0	9,2	6,5	5,0	6,4	8,3	5,0
Того	6,0	1,9	3,9	3,1	-0,9	0,4	6,8	2,2	1,0	5,2	5,2	3,4	3,4	4,9	4,5
Тунис	4,8	2,3	2,0	2,7	2,7	3,6	2,0	4,5	3,1	5,1	4,5	2,7	5,3	4,7	4,5
Уганда	16,3	5,8	4,5	-2,0	5,7	5,0	8,0	6,6	6,8	7,3	7,8	4,5	4,4	12,5	4,5
Замбия	68,3	26,1	21,7	22,2	21,4	18,0	18,3	9,0	10,7	11,8	8,6	5,0	8,9	12,7	9,0
Зимбабве ³	28,1	55,6	73,4	133,2	365,0	350,0	237,8	1016,7	10 452,6	...	...	...	108 844,1	...	...

Таблица А7 (продолжение)

	Среднее 1990–99												На конец периода		
		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013	2007	2008	2009
Центральная и Восточная Европа⁴	60,1	24,9	21,5	16,4	10,1	6,3	5,1	5,4	5,6	7,8	5,7	3,2	6,6	7,3	5,5
Албания	34,7	—	3,1	5,2	2,3	2,9	2,4	2,4	2,9	4,0	3,0	2,8	3,1	3,9	3,0
Босния и Герцеговина	...	5,0	4,5	0,3	0,5	0,3	3,6	6,1	1,5	8,5	5,2	2,5	4,9	8,1	3,5
Болгария	110,3	10,3	7,4	5,8	2,3	6,1	6,0	7,4	7,6	12,2	7,0	3,4	11,6	9,6	6,5
Хорватия	...	4,6	3,8	1,7	1,8	2,0	3,3	3,2	2,9	7,0	4,9	3,0	5,8	6,5	4,0
Чешская Республика	13,9	3,8	4,7	1,8	0,1	2,8	1,8	2,5	2,8	6,7	3,4	2,0	5,4	5,7	3,4
Эстония	...	4,0	5,8	3,6	1,3	3,0	4,1	4,4	6,6	10,2	5,1	2,9	9,6	6,9	5,2
Венгрия	22,0	9,8	9,2	5,3	4,6	6,8	3,6	3,9	7,9	6,3	4,1	3,0	7,4	5,5	3,4
Латвия	...	2,6	2,5	1,9	2,9	6,2	6,7	6,5	10,1	15,9	10,6	3,1	14,0	14,6	8,8
Литва	...	1,1	1,6	0,3	-1,1	1,2	2,7	3,8	5,8	11,3	6,2	2,4	8,2	9,2	5,7
БЮР Македония	...	6,4	5,5	2,2	1,2	-0,4	0,5	3,2	2,3	8,5	3,0	3,0	6,7	5,5	3,0
Сербия и Черногория	...	...	23,7	19,7	7,5	3,1	3,4	2,1	3,5	9,2	5,2	3,0	...	...	...
Польша	51,4	10,1	5,5	1,9	0,8	3,5	2,1	1,0	2,5	4,0	3,3	2,5	4,0	3,0	4,3
Румыния	110,3	45,7	34,5	22,5	15,3	11,9	9,0	6,6	4,8	8,2	6,6	3,5	6,6	7,9	6,2
Сербия	...	70,0	91,8	19,5	11,7	10,1	17,3	12,7	6,8	10,7	7,5	7,5	10,1	8,5	8,0
Словацкая Республика	...	12,2	7,2	3,5	8,4	7,5	2,8	4,3	1,9	3,9	3,6	2,5	2,5	4,1	3,0
Турция	76,1	55,0	54,2	45,1	25,3	8,6	8,2	9,6	8,8	10,5	8,4	4,0	8,4	10,9	7,5
Содружество Независимых Государств^{4,5}	...	24,1	20,3	14,0	12,3	10,4	12,1	9,4	9,7	15,6	12,6	7,5	13,0	14,8	10,7
Россия	...	20,8	21,5	15,8	13,7	10,9	12,7	9,7	9,0	14,0	12,0	7,7	11,9	13,8	10,5
Кроме России	...	34,1	17,1	9,2	8,6	9,1	10,7	8,9	11,6	19,7	14,2	6,9	15,7	17,2	11,3
Армения	...	-0,8	3,1	1,1	4,7	7,0	0,6	2,9	4,4	9,4	5,0	4,0	6,6	7,5	5,0
Азербайджан	...	1,8	1,5	2,8	2,2	6,7	9,7	8,4	16,6	22,4	20,0	15,0	19,5	25,0	15,0
Беларусь	...	168,6	61,1	42,6	28,4	18,1	10,3	7,0	8,4	15,3	9,6	7,2	12,1	16,3	6,3
Грузия	...	4,0	4,7	5,6	4,8	5,7	8,3	9,2	9,2	10,0	7,6	6,0	11,0	8,0	8,0
Казахстан	...	13,3	8,4	5,9	6,4	6,9	7,6	8,6	10,8	17,6	9,8	6,0	18,8	11,5	8,0
Кыргызская Республика	...	18,7	6,9	2,1	3,1	4,1	4,3	5,6	10,2	24,5	12,2	5,1	20,1	20,0	12,0
Молдова	...	31,3	9,8	5,3	11,7	12,5	11,9	12,7	12,4	13,7	9,7	5,0	13,1	11,5	9,5
Монголия	...	11,6	6,2	0,9	5,1	7,9	12,5	5,1	9,0	26,0	18,8	5,3	15,1	27,5	10,0
Таджикистан	...	32,9	38,6	12,2	16,4	7,2	7,3	10,0	13,2	21,6	15,5	6,0	19,8	18,0	13,0
Туркменистан	...	8,0	11,6	8,8	5,6	5,9	10,7	8,2	6,3	13,0	12,0	6,0	8,6	12,0	12,0
Украина	...	28,2	12,0	0,8	5,2	9,0	13,5	9,1	12,8	25,3	18,8	5,8	16,6	21,6	14,7
Узбекистан	...	25,0	27,3	27,3	11,6	6,6	10,0	14,2	12,3	11,1	10,6	8,0	11,9	11,0	10,0

Таблица А7. (продолжение)

	Среднее 1990–99	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013	На конец периода		
													2007	2008	2009
Развивающиеся страны Азии	8,7	1,9	2,8	2,1	2,6	4,1	3,8	4,2	5,4	7,8	6,2	3,7	6,3	7,4	6,2
Исламская Респ. Афганистан	...	...	...	5,1	24,1	13,2	12,3	5,1	13,0	24,0	9,5	5,0	20,7	15,6	6,0
Бангладеш	6,4	2,5	1,9	3,7	5,4	6,1	7,0	7,1	9,1	10,1	10,0	4,7	9,6	10,5	9,4
Бутан	9,8	4,0	3,4	2,5	2,1	4,6	5,3	5,0	5,2	7,7	5,0	3,9	4,8	6,4	4,5
Бруней-Даруссалам	...	1,2	0,6	-2,3	0,3	0,9	1,1	0,2	0,3	0,8	1,0	1,2	...	...	...
Камбоджа	...	-0,8	0,2	3,3	1,2	3,9	5,8	4,7	5,9	20,1	9,0	4,3	10,8	16,3	9,6
Китай	7,5	0,4	0,7	-0,8	1,2	3,9	1,8	1,5	4,8	6,4	4,3	3,3	6,6	4,5	5,5
Фиджи	4,2	1,1	4,3	0,8	4,2	2,8	2,4	2,5	4,3	7,0	6,0	4,0	6,0	7,0	6,0
Индия	9,5	4,0	3,8	4,3	3,8	3,8	4,2	6,2	6,4	7,9	6,7	3,9	5,5	9,2	5,1
Индонезия	13,6	3,8	11,5	11,8	6,8	6,1	10,5	13,1	6,2	9,8	8,8	4,7	5,6	12,0	7,5
Кирибати	3,4	0,4	6,0	3,2	2,5	-1,9	-0,5	-0,2	0,2	1,0	1,5	2,5	3,7	2,8	2,5
Лаосская НДР	22,6	23,2	9,3	9,2	15,5	10,5	7,2	6,8	4,5	8,4	5,4	4,5	5,6	7,3	5,0
Малайзия	3,7	1,6	1,4	1,8	1,1	1,4	3,0	3,6	2,0	6,0	4,7	2,5	2,2	7,2	3,3
Мальдивские Острова	8,4	-1,2	0,7	0,9	-2,8	6,3	3,3	3,5	7,4	15,0	4,0	3,0	10,3	9,5	3,5
Мьянма	26,9	-1,7	34,5	58,1	24,9	3,8	10,7	25,7	33,9	34,5	30,0	18,0	29,0	40,0	20,0
Непал	9,8	3,4	2,4	2,9	4,7	4,0	4,5	8,0	6,4	8,0	8,5	4,0	5,1	13,4	5,3
Пакистан	9,6	3,6	4,4	2,5	3,1	4,6	9,3	7,9	7,8	12,0	23,0	7,0	7,0	21,5	20,0
Папуа-Новая Гвинея	8,6	15,6	9,3	11,8	14,7	2,1	1,8	2,4	0,9	5,0	5,0	4,0	3,2	5,5	4,5
Филиппины	9,6	4,0	6,8	2,9	3,5	6,0	7,7	6,2	2,8	10,1	7,0	3,5	3,9	12,2	4,3
Самоа	4,4	-0,2	1,9	7,4	4,3	7,9	1,9	3,8	6,0	7,1	5,1	3,0	5,1	6,0	4,7
Соломоновы Острова	10,7	6,9	7,6	9,3	10,0	6,9	7,4	11,2	7,7	15,1	8,8	5,0	10,9	6,7	6,5
Шри-Ланка	11,2	6,2	14,2	9,6	9,0	9,0	11,0	10,0	15,8	23,7	20,0	14,8	18,7	22,2	17,7
Таиланд	5,0	1,6	1,7	0,6	1,8	2,8	4,5	4,6	2,2	5,7	3,2	1,6	3,2	2,5	6,5
Тимор-Лешти	...	63,6	3,6	4,8	7,0	3,2	1,8	4,1	7,8	4,0	3,5	3,2	7,8	4,0	3,5
Тонга	4,4	5,3	6,9	10,4	11,1	11,7	9,7	7,0	5,1	14,5	12,3	4,2	5,6	6,0	6,0
Вануату	3,2	2,5	3,7	2,0	3,0	1,4	1,2	2,0	3,9	3,8	3,0	2,5	4,1	3,8	2,5
Вьетнам	19,2	-1,6	-0,4	4,0	3,2	7,7	8,2	7,5	8,3	24,0	15,0	6,0	12,6	25,0	11,0
Ближний Восток	10,9	4,1	3,8	5,3	6,1	7,1	6,2	7,0	10,6	15,8	14,4	8,2	11,4	16,1	13,8
Бахрейн	0,8	-0,7	-1,2	-0,5	1,7	2,3	2,6	2,2	3,4	4,5	6,0	3,0	4,0	10,5	6,0
Египет	10,7	2,8	2,4	2,4	3,2	8,1	8,8	4,2	11,0	11,7	16,1	7,5	8,6	20,2	12,0
Исламская Республика Иран	23,5	12,8	11,3	15,7	15,6	15,3	10,4	11,9	18,4	26,0	22,0	15,0	22,5	24,0	22,0
Ирак	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Иордания	5,0	0,7	1,8	1,8	1,6	3,4	3,5	6,3	5,4	15,8	7,6	2,8	5,7	16,1	5,5
Кувейт	3,6	1,6	1,4	0,8	1,0	1,3	4,1	3,1	5,5	9,0	7,5	4,5	5,5	9,0	7,5
Ливан	24,9	-0,4	-0,4	1,8	1,3	1,7	-0,7	5,6	4,1	11,0	6,2	2,2	6,0	8,6	3,8
Ливия	6,2	-2,9	-8,8	-9,9	-2,1	1,0	2,9	1,4	6,2	12,0	10,0	6,0	7,3	12,0	10,0
Оман	1,6	-1,2	-0,8	-0,3	0,2	0,7	1,9	3,4	5,9	11,2	9,0	5,0	8,6	10,0	8,0
Катар	2,9	1,7	1,4	0,2	2,3	6,8	8,8	11,8	13,8	15,0	13,0	5,0	13,8	15,0	13,0
Саудовская Аравия	1,2	-1,1	-1,1	0,2	0,6	0,4	0,6	2,3	4,1	11,5	10,0	5,0	4,1	11,5	10,0
Сирийская Арабская Республика	7,2	-3,9	3,4	-0,5	5,8	4,4	7,2	10,4	4,7	8,0	7,0	5,0	4,8	-10,0	7,0
Объединенные Арабские Эмираты	3,6	1,4	2,7	2,9	3,2	5,0	6,2	9,3	11,1	12,9	10,8	3,4	...	...	...
Йеменская Республика	37,0	10,9	11,9	12,2	10,8	12,5	11,8	18,2	12,5	17,2	14,4	10,4	8,6	15,9	13,0

Таблица А7 (окончание)

	Среднее 1990–99	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013	На конец периода		
													2007	2008	2009
Западное полушарие	98,4	8,3	6,5	8,7	10,5	6,6	6,3	5,3	5,4	7,9	7,3	5,6	6,3	8,5	6,6
Антигуа и Барбуда	3,4	-0,6	1,7	2,4	2,0	2,0	2,1	1,8	1,4	3,0	2,0	2,0	5,1	3,0	2,0
Аргентина	59,3	-0,9	-1,1	25,9	13,4	4,4	9,6	10,9	8,8	9,1	9,1	9,0	8,5	9,0	9,0
Багамские Острова	2,8	1,6	2,0	2,2	3,0	1,0	2,2	1,8	2,5	4,5	3,5	2,0	2,9	5,7	2,0
Барбадос	2,9	2,4	2,6	-1,2	1,6	1,4	6,1	7,3	4,0	9,0	6,4	2,6	4,8	14,5	-2,7
Белиз	2,0	0,7	1,2	2,2	2,6	3,1	3,7	4,2	2,3	4,6	3,3	2,5	4,1	4,0	2,5
Боливия	10,4	4,6	1,6	0,9	3,3	4,4	5,4	4,3	8,7	14,3	10,6	4,0	11,7	13,0	9,9
Боливия	325,4	7,1	6,8	8,4	14,8	6,6	6,9	4,2	3,6	5,7	5,1	4,5	4,5	6,3	4,5
Чили	11,5	3,8	3,6	2,5	2,8	1,1	3,1	3,4	4,4	8,9	6,5	3,0	7,8	8,5	4,9
Колумбия	22,0	9,2	8,0	6,3	7,1	5,9	5,0	4,3	5,5	7,3	5,5	3,4	5,7	7,2	4,9
Коста-Рика	16,7	11,0	11,3	9,2	9,4	12,3	13,8	11,5	9,4	12,2	10,9	4,5	10,8	13,0	9,0
Доминика	2,3	0,9	1,6	0,1	1,6	2,4	1,6	2,6	2,7	2,2	1,5	1,5	3,4	2,4	1,5
Доминиканская Республика	14,2	7,7	8,9	5,2	27,4	51,5	4,2	7,6	6,1	12,3	10,7	7,9	8,9	14,3	7,7
Эквадор	38,6	96,1	37,7	12,6	7,9	2,7	2,1	3,3	2,3	8,5	5,1	2,5	3,3	9,5	4,0
Сальвадор	10,4	2,3	3,8	1,9	2,1	4,5	4,7	4,0	3,9	7,6	7,4	3,0	4,9	9,0	6,0
Гренада	2,9	0,6	1,7	1,1	2,2	2,3	3,5	4,2	3,9	7,8	4,5	2,3	7,4	6,2	3,9
Гватемала	14,5	6,0	7,3	8,1	5,6	7,6	9,1	6,6	6,8	10,6	7,7	4,1	8,7	9,8	6,5
Гайана	21,8	6,1	2,7	5,4	6,0	4,7	6,9	6,7	12,2	8,6	6,8	5,0	14,0	9,0	7,0
Гаити	20,7	11,5	16,5	9,3	26,7	28,3	16,8	14,2	9,0	14,5	11,5	5,5	7,9	16,0	9,5
Гондурас	19,5	11,0	9,7	7,7	7,7	8,1	8,8	5,6	6,9	11,2	10,3	5,5	8,9	12,1	8,4
Ямайка	26,7	8,1	6,9	7,0	10,1	13,5	15,1	8,5	9,3	20,2	15,4	4,5	16,8	18,3	12,0
Мексика	20,1	9,5	6,4	5,0	4,5	4,7	4,0	3,6	4,0	4,9	4,2	3,0	3,7	5,7	3,3
Никарагуа	66,5	9,9	4,7	4,0	6,5	8,5	9,6	9,1	11,1	20,5	11,4	7,0	16,9	17,1	9,2
Парама	1,1	1,4	0,3	1,0	0,6	0,5	2,9	2,5	4,2	9,2	5,9	4,0	6,4	9,6	4,8
Парагвай	16,2	9,0	7,3	10,5	14,2	4,3	6,8	9,6	8,1	10,5	5,6	3,0	5,9	8,6	5,0
Перу	112,1	3,8	2,0	0,2	2,3	3,3	1,6	2,0	1,8	5,6	4,4	2,0	3,9	5,8	3,5
Сент-Китс и Невис	3,5	2,1	2,1	2,1	2,3	2,2	3,4	8,5	4,5	2,6	4,0	2,2	2,1	4,5	3,5
Сент-Люсия	3,2	3,7	5,4	-0,3	1,0	1,5	3,9	3,6	1,9	7,2	4,9	2,2	6,8	6,0	3,9
Сент-Винсент и Гренадины	3,1	0,2	0,8	0,8	0,2	3,0	3,7	3,0	6,9	9,3	6,2	3,4	8,3	9,6	3,8
Суринам	70,9	58,6	39,8	15,5	23,0	9,1	9,9	11,3	6,4	15,5	9,5	6,1	8,4	15,0	9,5
Тринидад и Тобаго	5,9	3,6	5,5	4,2	3,8	3,7	6,9	8,3	7,9	10,1	10,0	6,0	7,6	11,5	8,5
Уругвай	45,1	4,8	4,4	14,0	19,4	9,2	4,7	6,4	8,1	6,8	6,2	5,0	8,5	7,0	6,5
Венесуэла	46,1	16,2	12,5	22,4	31,1	21,7	16,0	13,7	18,7	27,2	33,5	30,0	22,5	32,0	35,0

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 1992–2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013
Основные страны с развитой экономикой										
Фактическое сальдо	-2,8	-4,0	-4,8	-4,2	-3,4	-2,4	-2,2	-3,2	-3,7	-2,4
Отклонение фактического объема производства от потенциала ²	0,1	-0,1	-0,4	0,2	0,3	0,7	0,7	-0,1	-1,8	-0,1
Структурное сальдо ²	-2,7	-4,0	-4,5	-4,2	-3,4	-2,6	-2,5	-3,2	-2,9	-2,3
Соединенные Штаты										
Фактическое сальдо	-1,8	-3,8	-4,8	-4,4	-3,3	-2,2	-2,7	-4,1	-4,6	-2,9
Отклонение факт. объема производства от потенциала ²	0,6	0,4	0,3	1,2	1,4	1,6	1,2	0,4	-1,6	—
Структурное сальдо ²	-2,0	-3,9	-4,9	-4,7	-3,8	-2,8	-3,1	-4,3	-3,9	-2,8
Чистый долг	47,7	38,1	41,5	43,0	43,4	42,5	43,2	46,3	50,7	56,9
Валовой долг	64,2	56,1	59,4	60,4	60,7	59,9	60,7	61,5	65,4	70,4
Зона евро										
Фактическое сальдо	-3,5	-2,6	-3,1	-3,0	-2,5	-1,3	-0,6	-1,5	-2,0	-0,8
Отклонение факт. объема производства от потенциала ²	-0,1	0,2	-0,9	-0,7	-1,0	-0,2	0,5	0,2	-1,1	—
Структурное сальдо ²	-3,0	-2,7	-2,7	-2,5	-2,1	-1,4	-0,9	-1,1	-1,1	-0,5
Чистый долг	58,3	58,3	59,7	60,2	60,6	58,7	56,9	56,4	57,1	54,3
Валовой долг	70,3	68,2	69,3	69,7	70,3	68,6	66,5	69,9	70,6	66,7
Германия³										
Фактическое сальдо	-2,2	-3,7	-4,0	-3,8	-3,3	-1,5	-0,2	-0,3	-0,8	—
Отклонение факт. объема производства от потенциала ²	0,2	-0,2	-1,7	-1,9	-2,3	-0,8	0,4	1,0	-0,3	—
Структурное сальдо ^{2,4}	-1,8	-2,9	-3,2	-2,8	-2,3	-1,2	-0,2	-0,8	-0,3	—
Чистый долг	46,8	54,3	57,7	60,0	61,8	60,2	57,7	56,1	56,8	55,8
Валовой долг	54,3	59,6	62,8	64,7	66,4	66,0	63,2	76,4	77,0	73,5
Франция										
Фактическое сальдо	-3,7	-3,1	-4,1	-3,6	-3,0	-2,4	-2,7	-3,3	-3,9	-1,5
Отклонение факт. объема производства от потенциала ²	-0,8	0,7	-0,2	0,2	—	0,1	0,2	-1,0	-2,7	—
Структурное сальдо ^{2,4}	-3,1	-3,5	-3,8	-3,5	-3,2	-2,3	-2,6	-2,7	-2,3	-1,5
Чистый долг	44,8	49,1	53,2	55,3	56,7	53,9	54,2	55,5	57,8	57,1
Валовой долг	54,1	58,8	62,9	65,0	66,4	63,6	63,9	65,2	67,5	66,8
Италия										
Фактическое сальдо	-5,5	-2,9	-3,5	-3,5	-4,2	-3,4	-1,6	-2,6	-2,9	-2,4
Отклонение факт. объема производства от потенциала ²	-0,5	0,7	-0,5	-0,2	-0,8	-0,2	0,2	-0,6	-1,6	-1,0
Структурное сальдо ^{2,4}	-5,3	-4,1	-3,4	-3,7	-4,0	-3,3	-1,8	-2,3	-2,1	-1,9
Чистый долг	109,5	102,1	101,5	100,8	102,7	102,7	101,1	101,3	102,5	101,9
Валовой долг	114,9	105,7	104,4	103,8	105,8	106,5	104,0	104,3	105,5	104,9
Япония										
Фактическое сальдо	-4,6	-8,0	-8,0	-6,2	-5,0	-3,8	-3,2	-3,4	-3,9	-3,2
Исключая социальное страхование	-6,2	-7,9	-8,1	-6,6	-5,4	-3,8	-2,7	-2,7	-3,4	-3,1
Отклонение факт. объема производства от потенциала ²	-0,5	-2,3	-2,2	-1,1	-0,9	-0,2	0,2	-0,7	-1,8	—
Структурное сальдо ²	-4,4	-7,0	-7,1	-5,7	-4,7	-3,7	-3,3	-3,1	-3,2	-3,2
Исключая социальное страхование	-6,8	-7,3	-7,6	-6,4	-5,2	-3,8	-2,7	-2,6	-3,0	-3,1
Чистый долг	37,0	72,6	76,5	82,7	84,6	88,4	90,6	94,3	97,6	99,2
Валовой долг	108,5	160,9	167,2	178,1	191,6	194,7	195,4	198,6	200,9	191,1
Соединенное Королевство										
Фактическое сальдо	-3,0	-1,9	-3,3	-3,4	-3,3	-2,6	-2,7	-3,5	-4,4	-3,5
Отклонение факт. объема производства от потенциала ²	-0,4	-0,1	-0,1	0,1	-0,4	-0,1	0,3	-1,1	-3,2	—
Структурное сальдо ²	-2,5	-1,9	-2,9	-3,4	-3,0	-2,6	-2,8	-2,9	-2,8	-2,6
Чистый долг	37,1	32,0	33,7	35,6	37,4	38,1	38,3	37,6	38,5	39,7
Валовой долг	42,6	37,2	38,5	40,3	42,1	43,3	44,1	43,4	44,3	45,8
Канада										
Фактическое сальдо	-2,7	-0,1	-0,1	0,9	1,5	1,3	1,4	0,7	0,6	1,2
Отклонение факт. объема производства от потенциала ²	-0,2	0,2	-0,7	-0,2	0,0	0,5	0,6	-1,4	-2,8	—
Структурное сальдо ²	-2,4	-0,2	0,2	1,0	1,5	1,1	1,1	1,2	1,7	1,2
Чистый долг	60,4	42,6	38,7	34,5	30,0	26,4	23,2	21,5	20,4	12,2
Валовой долг	93,5	80,6	76,6	72,4	70,5	67,9	64,2	60,7	58,4	43,1

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 Treuhandanstalt (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, 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										2008	2009
	1990–99	2000–09	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007		
Торговля товарами и услугами												
Мировая торговля¹												
Объем	6,5	6,5	12,3	0,3	3,5	5,4	10,7	7,6	9,3	7,2	4,9	4,1
Дефлятор цен												
В долларах США	—	5,0	–0,5	–3,6	1,2	10,4	9,7	5,6	5,0	8,1	15,3	0,2
В СДР	–0,7	3,6	3,1	–0,1	–0,6	2,1	3,7	5,8	5,5	3,9	10,6	2,0
Объем торговли												
Экспорт												
Страны с развитой экономикой	6,5	5,3	11,9	–0,5	2,4	3,3	9,1	6,1	8,4	5,9	4,3	2,5
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	7,5	9,2	13,8	2,6	6,9	10,5	13,9	10,8	11,0	9,5	6,3	7,4
Импорт												
Страны с развитой экономикой	6,4	4,8	11,9	–0,5	2,7	4,1	9,4	6,4	7,5	4,5	1,9	1,1
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	6,5	11,2	13,8	3,2	6,2	10,0	16,0	12,0	14,7	14,2	11,7	10,5
Условия торговли												
Страны с развитой экономикой	—	–0,5	–2,6	0,4	0,8	1,0	—	–1,5	–1,2	0,3	–1,8	–0,1
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	–0,7	2,4	6,0	–2,3	0,3	1,1	3,0	5,2	4,9	1,7	5,5	–0,9
Торговля товарами												
Мировая торговля¹												
Объем	6,7	6,6	13,0	–0,4	3,7	6,3	10,9	7,6	9,3	6,5	5,2	4,4
Дефлятор цен												
В долларах США	–0,3	5,1	0,2	–3,9	0,6	9,9	9,8	6,1	5,7	8,2	16,0	–0,1
В СДР	–0,9	3,7	3,9	–0,4	–1,1	1,6	3,8	6,4	6,1	4,0	11,3	1,8
Цены мировой торговли в долларах США²												
Продукция обрабатывающей промышленности	0,3	4,6	–5,3	–3,4	2,1	14,4	9,5	3,6	3,7	8,8	13,8	0,5
Нефть	—	18,8	57,0	–13,8	2,5	15,8	30,7	41,3	20,5	10,7	50,8	–6,3
Первичные биржевые товары, кроме топлива	–2,2	6,9	4,2	–4,8	1,9	5,9	15,2	6,1	23,2	14,1	13,3	–6,2
Продовольственные товары	–2,3	6,9	2,5	–2,0	3,5	6,3	14,0	–0,9	10,5	15,2	29,8	–5,8
Напитки	–0,5	4,6	–18,4	–13,3	24,3	4,8	–0,9	18,1	8,4	13,8	27,5	–7,1
Сельскохозяйственное сырье и материалы	–0,6	2,1	5,5	–3,4	–0,2	0,6	4,1	0,5	8,8	5,0	3,6	–2,7
Металлы	–4,1	11,5	13,2	–10,3	–3,5	11,8	34,6	22,4	56,2	17,4	–1,9	–8,4
Цены мировой торговли в СДР²												
Продукция обрабатывающей промышленности	–0,3	3,2	–1,8	0,1	0,4	5,7	3,6	3,9	4,2	4,5	9,2	2,4
Нефть	–0,6	17,2	62,8	–10,7	0,8	7,1	23,6	41,6	21,0	6,4	44,7	–4,6
Первичные биржевые товары, кроме топлива	–2,9	5,5	8,1	–1,3	0,2	–2,1	9,0	6,3	23,8	9,6	8,7	–4,5
Продовольственные товары	–2,9	5,4	6,2	1,5	1,8	–1,7	7,8	–0,7	11,0	10,7	24,5	–4,1
Напитки	–1,1	3,2	–15,4	–10,2	22,2	–3,1	–6,3	18,3	8,8	9,4	22,3	–5,4
Сельскохозяйственное сырье и материалы	–1,2	0,7	9,4	0,1	–1,9	–7,0	–1,6	0,8	9,3	0,9	–0,6	–0,9
Металлы	–4,8	10,0	17,4	–7,0	–5,1	3,3	27,3	22,7	56,9	12,8	–5,9	–6,7
Цены мировой торговли в евро²												
Продукция обрабатывающей промышленности	0,7	1,1	9,3	–0,3	–3,1	–4,5	–0,4	3,4	2,9	–0,4	2,4	1,9
Нефть	0,4	14,8	81,3	–11,1	–2,8	–3,3	18,9	41,0	19,5	1,4	35,6	–5,0
Первичные биржевые товары, кроме топлива	–1,9	3,3	20,4	–1,8	–3,3	–11,6	4,8	5,9	22,3	4,5	1,9	–4,9
Продовольственные товары	–2,0	3,3	18,3	1,1	–1,8	–11,2	3,7	–1,1	9,6	5,6	16,8	–4,5
Напитки	–0,1	1,1	–5,7	–10,5	17,9	–12,5	–9,9	17,8	7,5	4,2	14,7	–5,8
Сельскохозяйственное сырье и материалы	–0,3	–1,3	21,8	–0,4	–5,4	–16,0	–5,3	0,3	8,0	–3,8	–6,8	–1,3
Металлы	–3,8	7,8	30,7	–7,4	–8,4	–6,7	22,4	22,2	55,0	7,5	–11,8	–7,1

Таблица А9 (окончание)

	Средние за десять лет		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
	1990–99	2000–09										
Торговля товарами												
Объем торговли												
Экспорт												
Страны с развитой экономикой	6,4	5,2	12,7	-1,3	2,3	3,9	8,8	5,6	8,5	5,1	4,3	2,6
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	7,5	9,3	13,9	2,0	7,0	11,6	14,0	10,9	10,9	9,2	6,9	7,4
Экспортеры топлива	2,8	5,5	7,5	0,5	3,0	12,1	8,9	5,4	4,2	4,0	5,1	4,3
Страны, не экспортирующие топливо	9,5	10,7	15,8	2,6	8,3	11,5	15,8	12,8	13,6	11,4	7,5	8,6
Импорт												
Страны с развитой экономикой	6,7	5,0	12,6	-1,4	3,1	5,0	9,7	6,3	7,8	3,8	2,3	1,4
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	6,8	11,3	14,6	3,1	6,3	11,4	17,0	12,5	12,8	13,2	11,8	10,8
Экспортеры топлива	-0,5	14,6	11,3	16,0	8,7	9,6	16,1	17,5	14,2	20,2	17,3	15,8
Страны, не экспортирующие топливо	9,0	10,6	15,1	1,0	5,8	11,7	17,2	11,6	12,5	11,8	10,6	9,7
Дефляторы цен в СДР												
Экспорт												
Страны с развитой экономикой	-1,1	2,7	0,3	-0,2	-0,9	2,5	3,0	3,7	4,2	3,7	9,3	1,8
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	—	6,9	14,8	-1,0	0,1	1,4	7,5	13,9	10,8	5,4	16,1	1,6
Экспортеры топлива	0,5	13,8	43,7	-7,3	0,6	4,2	17,1	33,2	18,1	8,0	33,1	-1,1
Страны, не экспортирующие топливо	-0,2	4,3	6,1	1,4	-0,1	0,5	4,3	7,0	7,8	4,3	9,6	2,6
Импорт												
Страны с развитой экономикой	-1,4	3,2	3,4	-0,8	-1,9	1,2	3,1	5,6	5,6	3,5	10,9	1,7
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	0,7	4,1	6,6	1,1	-0,6	0,3	4,1	6,8	6,6	4,2	10,6	2,3
Экспортеры топлива	1,0	3,8	1,9	0,4	0,9	0,7	4,2	7,3	7,8	4,6	8,1	2,3
Страны, не экспортирующие топливо	0,5	4,2	7,5	1,2	-0,9	0,2	4,1	6,7	6,3	4,2	11,2	2,2
Условия торговли												
Страны с развитой экономикой	0,3	-0,5	-3,0	0,6	1,0	1,2	-0,1	-1,8	-1,4	0,2	-1,4	0,1
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	-0,7	2,6	7,7	-2,1	0,7	1,0	3,3	6,7	4,0	1,1	4,9	-0,7
Региональные группы												
Африка												
Центральная и Восточная Европа	-0,4	5,6	13,7	-3,5	0,2	2,8	4,0	14,4	9,7	3,9	16,6	-3,2
Содружество Независимых Государств ³	-0,6	0,2	-2,3	3,5	0,9	—	1,4	-0,8	-1,5	1,1	-0,6	0,5
Развивающиеся страны Азии	-2,2	7,7	23,3	-2,6	-2,0	9,0	12,1	14,6	8,9	2,8	17,5	-3,6
Ближний Восток	-0,2	-0,8	-3,9	0,9	0,5	-0,6	-1,9	-0,8	-0,1	-0,7	-2,7	1,7
Западное полушарие	0,3	8,3	39,7	-8,3	1,7	-0,8	10,6	25,4	5,9	1,7	18,6	-3,2
Аналитические группы												
По источникам экспортных доходов												
Экспортеры топлива	-0,9	3,1	7,4	-4,2	1,7	3,1	5,9	5,8	8,8	2,2	4,3	-2,8
Страны, не экспортирующие топливо	-0,5	9,7	41,1	-7,6	-0,2	3,4	12,4	24,1	9,5	3,2	23,1	-3,3
Страны, не экспортирующие топливо	-0,7	0,1	-1,3	0,1	0,8	0,2	0,2	0,4	1,4	0,1	-1,4	0,3
Для справки												
Мировой экспорт в миллиардах долл. США												
Товары и услуги	5755	13 121	7880	7612	7992	9309	11 299	12 834	14 759	17 130	20 770	21 622
Товары	4583	10 560	6349	6076	6355	7429	9022	10 295	11 903	13 751	16 860	17 560
Средняя спотовая цена нефти ⁴	—	18,8	57,0	-13,8	2,5	15,8	30,7	41,3	20,5	10,7	50,8	-6,3
В долларах США за баррель	18,20	54,07	28,2	24,3	25,0	28,9	37,8	53,4	64,3	71,1	107,3	100,5
Стоимость за единицу экспорта продукции обрабатывающей промышленности ⁵	0,3	4,6	-5,3	-3,4	2,1	14,4	9,5	3,6	3,7	8,8	13,8	0,5

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)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013
Страны с развитой экономикой	-264,8	-200,9	-213,2	-209,3	-206,1	-392,2	-454,0	-368,8	-430,2	-268,6	-199,5
Соединенные Штаты	-417,4	-382,4	-461,3	-523,4	-625,0	-729,0	-788,1	-731,2	-664,1	-485,9	-479,1
Зона евро ¹	-35,2	8,3	49,8	48,4	120,3	46,7	32,9	29,3	-65,5	-54,3	-14,6
Япония	119,6	87,8	112,6	136,2	172,1	165,7	170,4	211,0	194,3	179,2	153,3
Другие страны с развитой экономикой ²	68,2	85,4	85,7	129,6	126,5	124,5	130,8	122,1	105,2	92,4	141,0
<i>Для справки</i>											
Новые индустриальные страны Азии	38,9	47,5	55,3	80,5	81,9	75,0	84,4	106,1	84,1	81,8	102,8
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	86,5	41,2	76,9	144,5	215,1	445,9	617,0	634,2	784,9	612,9	493,3
Региональные группы											
Африка	8,1	1,0	-8,8	-4,1	2,1	15,6	27,8	4,0	40,1	3,6	-46,7
Центральная и Восточная Европа	-31,4	-15,5	-23,1	-36,8	-57,6	-59,4	-87,7	-120,7	-164,4	-174,2	-218,5
Содружество Независимых Государств ³	48,3	33,0	30,3	36,0	63,8	88,3	97,7	74,3	127,9	80,9	-106,9
Развивающиеся страны Азии	38,6	36,6	64,6	82,5	89,3	161,5	277,6	403,4	380,0	410,2	697,3
Ближний Восток	71,5	39,9	30,3	59,1	97,0	204,7	253,9	257,0	438,6	365,0	280,3
Западное полушарие	-48,5	-53,9	-16,3	7,8	20,6	35,2	47,7	16,2	-37,3	-72,6	-112,1
<i>Для справки</i>											
Европейский союз	-82,9	-25,3	18,7	21,2	65,0	-10,7	-60,5	-111,0	-232,1	-223,0	-243,0
Аналитические группы											
По источникам экспортных доходов											
Топливо	151,7	83,5	61,6	106,4	185,8	353,9	439,6	405,5	711,3	558,8	239,5
По источникам экспортных доходов, в том числе первичные продукты	-65,2	-42,3	15,3	38,1	29,4	92,0	177,5	228,6	73,6	54,1	253,8
	-2,5	-3,8	-4,6	-3,0	0,2	0,9	9,2	10,3	-1,7	-4,3	-5,2
По источникам внешнего финансирования											
Страны – чистые дебиторы, в том числе официальное финансирование	-95,9	-72,5	-34,5	-30,7	-68,6	-99,8	-104,4	-179,4	-322,0	-371,6	-503,9
	-5,1	-3,9	-4,2	-5,8	-5,5	-6,2	-6,5	-17,0	-26,7	-27,7	-32,5
Страны – чистые дебиторы по состоянию обслуживания долга											
Страны, имевшие просроченную задолженность, и/или страны, которым предоставлялось реформирование долга в период с 2002 по 2006 год	-8,4	-5,2	12,1	15,0	0,1	-9,7	0,7	-14,7	-36,8	-48,3	-67,4
Весь мир¹	-178,4	-159,7	-136,3	-64,8	9,0	53,7	163,0	265,3	354,7	344,3	293,8
<i>Для справки</i>											
В процентах от общемирового объема текущих операций	-1,1	-1,0	-0,8	-0,3	—	0,2	0,6	0,8	0,9	0,8	0,5
В процентах от мирового ВВП	-0,6	-0,5	-0,4	-0,2	—	0,1	0,3	0,5	0,6	0,5	0,4

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)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013
Страны с развитой экономикой	-1,0	-0,8	-0,8	-0,7	-0,6	-1,1	-1,3	-0,9	-1,0	-0,6	-0,4
Соединенные Штаты	-4,3	-3,8	-4,4	-4,8	-5,3	-5,9	-6,0	-5,3	-4,6	-3,3	-2,8
Зона евро ¹	-0,6	0,1	0,7	0,6	1,2	0,5	0,3	0,2	-0,5	-0,4	-0,1
Германия	-1,7	—	2,0	2,0	4,7	5,2	6,1	7,6	7,3	6,8	6,5
Франция	1,6	1,9	1,4	0,8	0,6	-0,6	-0,7	-1,2	-2,8	-2,7	-2,9
Италия	-0,5	-0,1	-0,8	-1,3	-0,9	-1,6	-2,6	-2,5	-2,8	-2,4	-1,0
Испания	-4,0	-3,9	-3,3	-3,5	-5,3	-7,4	-8,9	-10,1	-10,1	-7,7	-5,6
Нидерланды	1,9	2,4	2,5	5,5	7,5	7,1	8,2	6,8	5,6	5,1	4,2
Бельгия	4,0	3,4	4,6	4,1	3,5	2,6	2,7	2,1	—	-1,1	-0,9
Австрия	-0,7	-0,8	2,7	1,7	2,1	2,0	2,4	3,2	2,8	2,4	2,1
Финляндия	8,1	8,6	8,8	5,1	6,5	3,6	4,6	4,6	3,4	2,9	2,3
Греция	-7,8	-7,2	-6,5	-6,6	-5,8	-7,4	-11,1	-14,1	-14,0	-14,1	-11,5
Португалия	-10,2	-9,9	-8,1	-6,1	-7,6	-9,5	-10,1	-9,8	-12,0	-12,7	-11,2
Ирландия	-0,4	-0,6	-1,0	—	-0,6	-3,5	-3,6	-5,4	-5,0	-4,4	-3,2
Люксембург	13,2	8,8	10,5	8,2	11,9	11,1	10,5	9,9	8,6	8,2	5,8
Словения	-2,7	0,2	1,0	-0,8	-2,7	-2,0	-2,8	-4,9	-4,7	-4,7	-3,7
Кипр	-5,2	-3,3	-3,7	-2,2	-5,0	-5,6	-5,9	-9,7	-9,7	-7,8	-4,5
Мальта	-13,1	-4,1	2,5	-3,1	-5,8	-8,7	-8,2	-5,4	-7,7	-6,4	-3,5
Япония	2,6	2,1	2,9	3,2	3,7	3,6	3,9	4,8	4,0	3,7	2,8
Соединенное Королевство	-2,6	-2,1	-1,7	-1,6	-2,1	-2,6	-3,4	-3,8	-3,6	-3,4	-3,0
Канада	2,7	2,3	1,7	1,2	2,3	1,9	1,4	0,9	0,9	—	1,3
Корея	2,4	1,7	1,0	2,0	4,1	1,9	0,6	0,6	-1,3	-0,7	—
Австралия	-3,8	-2,0	-3,7	-5,3	-6,1	-5,8	-5,3	-6,2	-4,9	-4,3	-5,0
Тайвань, провинция Китая	2,8	6,5	8,9	10,0	6,0	4,9	7,2	8,6	7,8	6,5	4,9
Швеция	4,0	4,3	5,0	7,2	6,7	6,8	8,5	8,5	6,4	5,8	4,1
Швейцария	12,3	7,8	8,3	12,9	12,9	13,6	14,7	16,6	9,3	8,7	12,0
САР Гонконг	4,1	5,9	7,6	10,4	9,5	11,4	12,1	13,5	11,7	10,3	6,7
Дания	1,4	3,1	2,5	3,4	3,1	4,4	2,9	1,1	1,3	1,8	1,7
Норвегия	15,0	16,1	12,6	12,3	12,7	16,3	17,3	15,4	19,1	18,0	17,7
Израиль	-0,8	-1,1	-0,8	1,2	2,4	3,2	5,9	3,2	0,4	0,5	1,5
Сингапур	11,6	12,5	12,6	23,2	16,7	18,6	21,8	24,3	19,1	17,0	17,5
Новая Зеландия	-5,1	-2,8	-3,9	-4,3	-6,4	-8,5	-8,7	-8,2	-9,3	-8,1	-5,6
Исландия	-10,2	-4,3	1,5	-4,8	-9,8	-16,1	-25,4	-14,6	-18,2	-13,7	-5,5
<i>Для справки</i>											
Основные страны с развитой экономикой	-1,6	-1,4	-1,5	-1,5	-1,4	-1,8	-2,0	-1,5	-1,3	-0,9	-0,7
Зона евро ²	-1,5	-0,3	0,8	0,4	0,8	0,2	—	0,3	-0,5	-0,5	-0,2
Новые индустриальные страны Азии	3,5	4,6	5,0	6,9	6,4	5,2	5,3	6,2	4,7	4,3	4,0

¹Рассчитано 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)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013
Африка	1,8	0,2	-1,9	-0,7	0,3	1,9	2,9	0,4	3,0	0,2	-2,2
Алжир	16,7	12,9	7,7	13,0	13,1	20,6	24,8	22,8	28,1	19,8	10,4
Ангола	8,7	-16,0	-1,3	-5,2	3,5	16,8	23,3	11,3	18,0	15,9	10,7
Бенин	-7,7	-6,4	-8,4	-8,3	-7,2	-5,5	-5,7	-6,7	-9,8	-8,1	-5,5
Ботсвана	8,8	9,9	3,3	5,6	3,6	14,8	17,6	15,9	9,3	7,6	11,3
Буркина-Фасо	-12,3	-11,2	-10,0	-8,7	-10,6	-11,7	-9,6	-8,3	-12,7	-12,1	-8,7
Бурунди	-8,6	-4,6	-3,5	-4,6	-8,4	-1,2	-14,5	-16,0	-21,9	-14,8	-10,8
Камерун	-1,4	-3,6	-5,1	-1,8	-3,8	-3,4	0,6	-1,9	1,3	-1,1	-4,9
Кабо-Верде	-10,9	-10,7	-11,2	-11,2	-14,4	-3,4	-5,0	-9,1	-10,6	-10,9	-10,7
Центральноафриканская Республика	-1,3	-1,7	-1,6	-2,2	0,4	-6,2	-2,7	-4,4	-6,3	-5,9	-5,6
Чад	-15,4	-31,3	-93,8	-47,8	-16,7	3,1	-10,6	1,7	10,0	-1,8	-2,9
Коморские Острова	1,7	3,0	-1,7	-3,2	-4,6	-7,2	-6,1	-6,7	-8,1	-9,5	-7,9
Демократическая Республика Конго	-4,0	-4,0	-1,6	1,0	-2,4	-10,4	-2,4	-1,8	-1,9	-12,6	-4,7
Республика Конго	7,9	-5,6	0,6	-4,1	12,7	5,3	2,3	-19,3	10,7	21,4	9,4
Кот-д'Ивуар	-2,8	-0,6	6,7	2,1	1,6	0,2	2,8	-0,7	3,8	-0,6	-4,9
Джибути	-9,0	-2,9	-1,6	3,4	-1,3	-3,2	-14,7	-24,8	-33,5	-32,9	-13,8
Экваториальная Гвинея	-15,8	-41,2	0,9	-33,3	-21,6	-6,2	7,1	4,3	12,5	2,8	3,8
Эритрея	-0,6	-4,6	6,8	9,7	-0,7	0,3	-3,6	-3,7	-3,0	-2,1	2,6
Эфиопия	-4,2	-3,0	-4,7	-1,4	-4,0	-6,0	-9,1	-4,5	-5,0	-5,2	-4,7
Габон	19,7	11,0	6,8	9,5	11,2	22,9	18,7	14,8	17,0	18,1	6,8
Гамбия	-3,1	-2,6	-2,8	-5,1	-6,1	-15,1	-11,5	-12,5	-13,9	-12,5	-11,1
Гана	-8,4	-5,3	0,5	1,7	-2,8	-7,0	-9,0	-10,9	-13,1	-13,2	-12,2
Гвинея	-6,4	-2,7	-2,5	-0,2	-1,9	-0,6	0,5	-2,0	-6,3	-6,7	-6,7
Гвинея-Бисау	-5,6	-22,1	-10,7	-2,8	1,8	-5,1	-13,9	-2,2	0,2	-11,6	-11,8
Кения	-2,3	-3,1	2,2	-0,2	0,1	-0,8	-2,3	-3,1	-6,1	-4,5	-4,1
Лесото	-18,0	-12,5	-20,1	-12,3	-5,6	-7,3	4,4	3,6	0,1	-1,4	-3,0
Либерия	-19,2	-25,0	-18,2	-35,4	-26,2	-39,1	-24,5	-18,7	-65,9	-43,9	-11,0
Мадагаскар	-5,6	-1,3	-6,0	-4,7	-8,8	-10,6	-8,4	-13,9	-23,1	-21,2	-6,5
Малави	-5,3	-6,8	-12,5	-5,8	-7,3	-10,1	-6,4	-2,1	-8,2	-5,4	-7,3
Мали	-10,0	-10,4	-3,1	-6,2	-8,4	-8,3	-3,7	-7,2	-6,6	-6,9	-3,4
Мавритания	-9,0	-11,7	3,0	-13,6	-34,6	-47,2	-1,3	-11,4	-6,3	-3,0	5,4
Маврикий	-1,5	3,4	5,7	2,4	0,8	-3,5	-5,3	-8,0	-4,7	-6,6	-3,5
Марокко	-1,3	4,3	3,6	3,2	1,7	1,8	2,2	-0,1	0,4	-0,3	-0,1
Республика Мозамбик	-16,2	-17,6	-18,8	-15,5	-8,9	-11,4	-9,2	-9,5	-13,6	-13,3	-12,1
Намибия	9,0	1,9	3,7	6,7	8,2	5,5	16,0	18,2	14,0	12,4	6,3
Нигер	-6,7	-5,1	-6,6	-8,3	-7,8	-9,3	-8,6	-7,7	-10,7	-20,6	-7,6
Нигерия	11,7	4,9	-13,1	-6,1	5,0	7,1	9,5	2,1	6,2	0,6	-3,5
Руанда	-6,5	-6,0	-10,7	-12,4	-1,9	-1,1	-7,3	-5,0	-9,3	-12,4	-10,1
Сан-Томе и Принсипи	-17,5	-22,7	-17,0	-13,9	-16,8	-10,3	-41,3	-30,2	-29,6	-34,5	-30,2
Сенегал	-6,5	-4,3	-5,6	-6,1	-6,1	-7,8	-9,4	-10,4	-11,1	-11,4	-12,1
Сейшельские Острова	-7,3	-23,4	-16,3	0,4	-7,0	-23,6	-17,2	-37,0	-38,3	-35,1	-44,0
Сьерра-Леоне	-8,8	-6,3	-2,0	-4,8	-5,8	-7,1	-3,5	-3,8	-6,3	-4,2	-3,2
Южная Африка	-0,1	0,3	0,8	-1,1	-3,2	-4,0	-6,5	-7,3	-8,0	-8,1	-8,3
Судан	-8,4	-12,7	-10,3	-7,9	-6,5	-11,1	-15,2	-12,6	-6,3	-6,7	-5,8
Свазиленд	-4,9	-4,3	4,8	6,8	3,1	-4,1	-7,4	-1,4	-5,3	-2,0	-2,6
Танзания	-4,8	-4,5	-6,2	-4,2	-3,6	-4,1	-7,7	-9,0	-9,8	-10,0	-9,8
Того	-9,0	-9,3	-5,5	-4,2	-3,0	-5,3	-6,0	-6,4	-9,6	-8,5	-6,5
Тунис	-4,2	-5,1	-3,6	-2,9	-1,9	-1,1	-2,0	-2,6	-3,4	-3,5	-2,7
Уганда	-6,7	-3,7	-4,6	-5,5	-3,0	-4,5	-3,5	-2,8	-3,4	-5,8	-3,7
Замбия	-18,2	-19,9	-13,8	-14,7	-11,7	-10,0	-0,7	-7,1	-9,5	-6,6	-3,6
Зимбабве ¹	0,6	-0,7	-3,1	-6,0	-7,8	-10,2	-7,0	-3,5	...	...	...

Таблица А12 (продолжение)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013
Центральная и Восточная Европа	-4,8	-2,5	-3,2	-4,1	-5,2	-4,6	-6,0	-6,6	-7,1	-7,2	-6,7
Албания	-3,7	-3,7	-7,2	-5,2	-4,0	-6,1	-5,6	-9,2	-10,5	-7,1	-5,0
Босния и Герцеговина	-6,9	-12,5	-17,8	-19,4	-16,3	-18,0	-8,4	-12,7	-15,8	-13,5	-13,0
Болгария	-5,6	-5,6	-2,4	-5,5	-6,6	-12,0	-15,6	-21,4	-24,4	-21,5	-12,9
Хорватия	-2,9	-3,7	-8,4	-6,2	-5,0	-6,3	-7,9	-8,6	-10,1	-10,2	-7,2
Чешская Республика	-4,7	-5,3	-5,7	-6,3	-5,3	-1,3	-2,6	-1,8	-2,2	-2,5	-2,8
Эстония	-5,4	-5,2	-10,6	-11,3	-11,7	-10,0	-16,7	-18,1	-10,8	-8,7	-9,3
Венгрия	-8,4	-6,0	-7,0	-7,9	-8,4	-6,8	-6,1	-5,0	-5,5	-6,1	-6,5
Латвия	-4,7	-7,5	-6,7	-8,2	-12,8	-12,4	-22,7	-22,9	-15,1	-8,3	-5,3
Литва	-5,9	-4,7	-5,2	-6,9	-7,7	-7,1	-10,7	-14,6	-14,9	-8,7	-8,3
БЮР Македония	-1,9	-7,2	-9,4	-4,1	-8,4	-2,6	-0,9	-3,0	-14,0	-13,8	-8,9
Сербия и Черногория	...	...	...	-6,8	-7,2	-8,5	-24,7	-39,6	-39,6	-36,8	-16,7
Польша	-5,8	-2,8	-2,5	-2,1	-4,0	-1,2	-2,7	-3,8	-4,7	-5,7	-5,9
Румыния	-3,7	-5,5	-3,3	-5,8	-8,4	-8,9	-10,4	-14,0	-13,8	-13,3	-12,7
Сербия	-1,8	-2,5	-8,2	-7,2	-12,1	-8,7	-10,0	-15,9	-18,6	-19,3	-15,4
Словацкая Республика	-3,3	-8,3	-8,0	-5,9	-7,8	-8,5	-7,1	-5,4	-5,1	-4,7	-3,0
Турция	-3,7	2,0	-0,3	-2,5	-3,7	-4,6	-6,0	-5,7	-6,5	-6,7	-5,5
Содружество Независимых Государств²	13,7	8,0	6,5	6,3	8,2	8,8	7,5	4,4	5,5	3,0	-2,3
Россия	18,0	11,1	8,4	8,2	10,1	11,0	9,5	5,9	6,5	3,4	-3,2
Кроме России	1,5	-0,9	1,0	0,4	2,3	1,6	1,1	-0,5	2,3	1,8	1,1
Армения	-14,6	-9,5	-6,2	-6,8	-0,5	-1,0	-1,8	-6,4	-9,7	-10,8	-8,1
Азербайджан	-3,5	-0,9	-12,3	-27,8	-29,8	1,3	17,7	28,9	38,3	38,6	12,0
Беларусь	-3,2	-3,3	-2,2	-2,4	-5,2	1,4	-3,9	-6,8	-5,9	-8,0	-7,2
Грузия	-7,9	-6,4	-6,8	-8,6	-8,9	-11,9	-15,9	-20,0	-20,8	-18,7	-11,9
Казахстан	3,0	-5,4	-4,2	-0,9	0,8	-1,8	-2,4	-6,9	4,3	3,3	3,3
Кыргызская Республика	-4,3	-1,5	-4,0	1,7	4,9	2,8	-3,1	-0,2	-4,2	-5,4	-2,0
Молдова	-7,6	-1,8	-1,2	-6,6	-2,3	-10,3	-11,8	-17,0	-19,9	-19,1	-16,4
Монголия	-5,0	-13,0	-8,7	-7,1	1,3	1,1	7,0	2,5	-12,6	-12,6	0,1
Таджикистан	-1,6	-4,9	-3,5	-1,3	-3,9	-2,7	-2,8	-11,2	-8,5	-8,1	-4,5
Туркменистан	8,2	1,7	6,7	2,7	0,6	5,1	15,7	15,4	26,5	33,0	35,6
Украина	4,7	3,7	7,5	5,8	10,6	2,9	-1,5	-3,7	-7,2	-9,2	-5,7
Узбекистан	1,8	-1,0	1,2	8,7	10,1	13,6	17,2	19,1	16,8	12,8	8,4

Таблица А12 (продолжение)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013
Развивающиеся страны Азии	1,7	1,5	2,4	2,7	2,6	4,0	5,9	7,0	5,4	5,2	5,8
Исламская Республика Афганистан	...	...	-3,7	-15,7	-4,9	-2,8	-4,9	0,8	0,9	-3,0	-4,6
Бангладеш	-1,4	-0,9	0,3	0,3	-0,3	—	1,2	1,1	1,0	0,9	-0,5
Бутан	-9,0	-8,5	-15,8	-23,6	-17,9	-30,4	-4,3	11,0	11,7	2,8	-28,6
Бруней-Даруссалам	50,0	48,4	41,2	47,7	48,6	52,8	56,3	48,8	55,0	55,6	56,7
Камбоджа	-2,8	-1,1	-2,4	-3,6	-2,2	-4,2	-1,1	-3,6	-10,3	-9,8	-5,7
Китай	1,7	1,3	2,4	2,8	3,6	7,2	9,4	11,3	9,5	9,2	9,9
Фиджи	-5,6	-7,0	-1,2	-6,1	-13,6	-14,0	-22,6	-15,5	-21,3	-21,4	-15,0
Индия	-1,0	0,3	1,4	1,5	0,1	-1,3	-1,1	-1,4	-2,8	-3,1	-2,1
Индонезия	4,8	4,3	4,0	3,5	0,6	0,1	3,0	2,5	0,1	-0,1	-2,0
Кирибати	-1,2	22,2	10,5	12,6	-3,4	-42,2	-27,6	-31,1	-43,7	-47,0	-53,6
Лаосская НДР	-9,1	-12,8	-11,6	-12,1	-16,9	-17,4	-10,8	-17,3	-16,3	-16,5	-6,5
Малайзия	9,0	7,9	8,0	12,0	12,1	14,5	16,1	15,6	14,8	13,2	11,2
Мальдивские Острова	-8,2	-9,4	-5,6	-4,6	-16,2	-35,9	-40,3	-45,0	-48,3	-37,0	-4,0
Мьянма	-0,8	-2,4	0,2	-1,0	2,4	3,7	9,5	6,8	3,6	1,6	-4,8
Непал	2,9	4,5	4,2	2,4	2,7	2,0	2,2	0,5	1,9	1,7	-0,6
Пакистан	-0,3	0,4	3,9	4,9	1,8	-1,4	-3,9	-4,8	-8,7	-6,4	-3,5
Папуа-Новая Гвинея	8,5	6,5	-1,0	4,5	2,2	4,2	2,9	4,3	3,3	1,7	-3,7
Филиппины	-2,9	-2,4	-0,4	0,4	1,9	2,0	4,5	4,4	2,4	2,2	0,5
Самоа	1,0	0,1	-1,1	-95,3	-6,8	-1,6	-4,6	-6,1	-9,4	-8,4	0,2
Соломоновы Острова	-10,1	-9,4	-6,5	9,1	23,5	-9,8	-5,6	-2,8	-6,8	-9,6	-11,9
Шри-Ланка	-6,3	-1,1	-1,4	-0,4	-3,1	-2,7	-5,3	-4,2	-7,5	-7,1	-7,0
Таиланд	7,6	4,4	3,7	3,4	1,7	-4,3	1,1	6,4	3,1	2,0	-0,4
Тимор-Лешти	-15,0	-19,3	-22,9	-21,4	14,8	61,0	192,2	253,3	230,5	178,1	94,3
Тонга	-6,2	-9,5	5,1	-3,1	4,2	-2,6	-9,7	-10,4	-10,4	-8,8	-7,6
Вануату	2,0	2,0	-5,4	-6,6	-5,0	-7,4	-5,7	-9,9	-11,4	-13,2	-6,5
Вьетнам	3,5	2,1	-1,7	-4,9	-3,5	-0,9	-0,3	-9,9	-11,7	-10,4	-6,3
Ближний Восток	11,3	6,3	4,7	8,3	11,7	20,0	21,1	18,4	22,9	17,1	8,7
Бахрейн	10,6	2,8	-0,7	2,0	4,2	11,0	13,8	16,7	18,0	15,0	9,0
Египет	-1,2	—	0,7	2,4	4,3	3,2	0,8	1,5	0,6	-0,9	-2,7
Исламская Республика Иран	13,0	5,2	3,1	0,6	0,9	8,8	9,2	10,1	11,2	6,7	-1,1
Ирак	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
Иордания	0,7	0,1	5,7	12,2	0,8	-17,4	-11,3	-17,5	-18,5	-16,3	-11,5
Кувейт	38,9	23,9	11,2	19,7	30,6	46,6	52,2	43,1	44,6	39,3	39,1
Ливан	-17,2	-19,3	-14,1	-13,2	-15,5	-13,6	-5,6	-12,7	-14,0	-13,7	-9,3
Ливия	29,8	12,3	3,0	19,9	22,3	38,4	45,8	34,0	36,5	29,5	24,3
Оман	15,5	9,8	6,7	3,8	2,4	15,2	12,1	8,0	10,1	5,6	5,4
Катар	23,2	27,3	21,9	25,3	22,4	33,2	28,4	29,2	42,9	35,6	23,0
Саудовская Аравия	7,6	5,1	6,3	13,1	20,8	28,7	27,9	25,1	32,5	23,8	8,6
Сирийская Арабская Республика	5,2	5,7	7,2	1,0	-1,9	-2,1	-2,9	-1,4	-2,7	-2,9	-4,2
Объединенные Арабские Эмираты	17,3	9,5	4,9	8,5	9,1	18,0	22,6	20,5	22,6	18,8	10,9
Йеменская Республика	13,8	6,8	4,1	1,5	1,6	3,8	1,1	-6,1	2,9	2,1	—

Таблица А12 (окончание)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2013
Западное полушарие	-2,3	-2,7	-0,9	0,4	0,9	1,3	1,5	0,4	-0,8	-1,6	-1,9
Антигуа и Барбуда	-9,8	-8,0	-11,5	-12,9	-8,3	-12,4	-16,1	-19,4	-18,2	-14,6	-11,6
Аргентина	-3,2	-1,4	8,9	6,3	2,1	2,0	2,6	1,7	0,8	-0,6	-0,8
Багамские Острова	-12,6	-11,6	-7,8	-8,6	-5,4	-14,3	-25,0	-21,9	-15,1	-12,8	-8,9
Барбадос	-5,7	-4,4	-6,8	-6,3	-12,4	-12,8	-8,7	-7,2	-9,9	-9,1	-6,4
Белиз	-20,3	-21,9	-17,7	-18,2	-14,7	-13,6	-2,1	-4,2	-4,1	-3,0	-6,0
Боливия	-5,3	-3,4	-4,1	1,0	3,8	6,5	11,3	13,1	12,1	7,4	4,7
Боливия	-3,8	-4,2	-1,5	0,8	1,8	1,6	1,3	0,1	-1,8	-2,0	-1,7
Чили	-1,2	-1,6	-0,9	-1,1	2,2	1,2	4,7	4,4	-1,1	-0,9	-2,5
Колумбия	0,8	-1,2	-1,5	-1,1	-0,8	-1,3	-1,8	-2,9	-2,2	-1,9	-1,3
Коста-Рика	-4,3	-3,7	-4,9	-5,0	-4,3	-5,2	-4,9	-5,8	-7,8	-6,6	-5,7
Доминика	-19,7	-18,4	-13,6	-12,8	-16,5	-28,0	-17,8	-23,6	-27,5	-22,9	-17,4
Доминиканская Республика	-4,2	-3,0	-3,6	4,9	4,8	-1,4	-3,6	-5,4	-13,5	-12,4	-7,7
Эквадор	5,3	-3,2	-4,8	-1,5	-1,7	0,8	3,9	2,3	5,6	1,5	-0,1
Сальвадор	-3,3	-1,1	-2,8	-4,7	-4,0	-3,3	-3,6	-5,5	-6,1	-5,3	-3,9
Гренада	-17,7	-19,7	-26,6	-25,3	-9,7	-31,4	-33,1	-32,6	-36,4	-35,1	-24,4
Гватемала	-6,1	-6,7	-6,1	-4,6	-4,9	-4,5	-5,0	-5,0	-5,8	-5,9	-5,0
Гайана	-14,1	-15,0	-11,9	-8,6	-9,3	-14,8	-19,4	-18,2	-22,2	-18,7	-9,4
Гаити	-1,0	-2,0	-0,9	-1,6	-1,6	2,6	-1,4	-1,1	-3,0	-2,9	—
Гондурас	-7,1	-6,3	-3,6	-6,8	-7,7	-3,0	-4,7	-10,0	-13,9	-10,5	-7,9
Ямайка	-5,0	-8,3	-12,7	-8,6	-7,3	-10,6	-11,7	-16,4	-16,0	-12,8	-8,0
Мексика	-3,0	-2,6	-2,0	-1,2	-0,9	-0,6	-0,2	-0,6	-1,4	-2,2	-2,8
Никарагуа	-20,1	-19,4	-17,7	-16,2	-14,5	-14,6	-13,6	-18,3	-23,9	-21,1	-16,4
Парама	-5,9	-1,5	-0,8	-4,5	-7,5	-4,9	-3,2	-8,0	-11,7	-13,9	-8,9
Парагвай	-2,3	-4,2	1,8	2,3	2,1	0,8	1,5	1,9	1,4	0,5	-0,3
Перу	-2,8	-2,1	-1,9	-1,5	—	1,4	3,0	1,4	-2,0	-1,8	-1,3
Сент-Китс и Невис	-21,0	-32,0	-39,1	-34,8	-20,1	-18,3	-21,1	-28,4	-30,6	-30,2	-24,8
Сент-Люсия	-13,4	-15,6	-15,0	-14,7	-10,9	-17,1	-29,7	-29,1	-28,3	-26,7	-17,9
Сент-Винсент и Гренадины	-7,1	-10,4	-11,5	-20,8	-24,8	-22,3	-24,0	-26,5	-26,5	-22,8	-19,2
Суринам	-3,8	-15,2	-5,6	-10,8	-2,1	-4,3	1,8	2,9	1,3	0,8	1,4
Тринидад и Тобаго	6,6	5,0	0,9	8,7	12,5	23,7	25,2	25,8	22,3	19,7	9,2
Уругвай	-2,8	-2,9	3,2	-0,5	0,3	—	-2,4	-0,8	-2,6	-1,9	-1,4
Венесуэла	10,1	1,6	8,2	14,1	13,8	17,7	14,7	8,8	8,5	3,4	—

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 1997–99	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны											
Частные потоки капитала, нетто ²	118,9	71,6	75,5	77,1	162,5	236,5	248,7	223,0	632,8	528,6	286,6
Частные прямые инвестиции, нетто	163,4	172,0	187,2	156,6	166,2	189,0	261,8	246,0	379,0	443,6	414,6
Частные портфельные потоки, нетто	52,0	16,0	-78,7	-91,9	-13,0	12,7	-20,4	-107,3	54,5	-6,6	-89,1
Другие частные потоки капитала, нетто	-96,5	-116,3	-33,0	12,4	9,2	34,8	7,3	84,4	199,5	91,8	-38,7
Официальные потоки, нетто ³	18,1	-34,2	-0,4	-1,0	-50,5	-71,1	-109,9	-158,0	-140,7	-158,6	-135,4
Изменение резервов ⁴	-74,4	-138,0	-124,7	-195,1	-364,0	-508,4	-595,8	-754,3	-1256,1	-1270,1	-920,2
<i>Для справки</i>											
Счет текущих операций ⁵	-27,3	124,3	87,4	131,3	226,4	300,0	525,1	709,9	745,5	869,6	695,6
Африка											
Частные потоки капитала, нетто ²	8,6	-3,1	2,3	1,8	3,9	13,1	26,3	36,0	39,6	43,7	62,3
Частные прямые инвестиции, нетто	7,4	7,7	23,2	14,4	17,6	16,2	23,8	21,8	31,3	31,4	34,0
Частные портфельные потоки, нетто	6,9	-2,1	-7,9	-1,6	-0,4	6,0	3,6	18,4	12,1	8,3	11,0
Другие частные потоки капитала, нетто	-5,6	-8,7	-13,1	-10,9	-13,3	-9,2	-1,1	-4,1	-3,6	4,3	17,5
Официальные потоки, нетто ³	2,1	1,0	0,1	3,9	1,1	-1,6	-5,3	-16,6	-1,8	6,5	3,7
Изменение резервов ⁴	-2,6	-13,4	-10,6	-5,7	-11,5	-31,9	-43,3	-54,2	-60,3	-99,3	-78,3
Центральная и Восточная Европа											
Частные потоки капитала, нетто ²	32,4	38,6	11,1	53,7	53,6	74,3	119,2	119,9	173,8	179,9	181,7
Частные прямые инвестиции, нетто	18,1	23,5	24,0	24,5	17,1	36,1	51,7	64,3	74,8	77,3	81,8
Частные портфельные потоки, нетто	4,3	3,8	0,9	2,1	8,0	28,4	21,5	9,9	-7,7	10,4	15,5
Другие частные потоки капитала, нетто	10,0	11,4	-13,8	27,2	28,5	9,8	45,9	45,6	106,7	92,2	84,5
Официальные потоки, нетто ³	-1,5	1,6	6,0	-7,5	-5,1	-6,0	-7,9	-4,7	-2,4	-2,4	-2,2
Изменение резервов ⁴	-10,1	-6,2	-2,7	-18,1	-12,8	-14,7	-45,9	-22,8	-41,6	-22,9	-21,3
Содружество Независимых Государств											
Частные потоки капитала, нетто ²	-7,2	-27,9	6,8	15,4	19,3	3,1	31,7	56,8	125,3	19,8	26,0
Частные прямые инвестиции, нетто	5,4	2,3	4,9	5,2	5,4	13,0	11,5	21,0	26,0	28,7	35,0
Частные портфельные потоки, нетто	1,0	-10,0	-1,2	0,4	-0,5	4,4	-4,8	12,8	15,5	-0,2	5,4
Другие частные потоки капитала, нетто	-13,6	-20,2	3,0	9,9	14,3	-14,3	25,0	23,1	83,8	-8,8	-14,5
Официальные потоки, нетто ³	-0,5	-5,8	-5,0	-10,5	-9,3	-7,4	-20,3	-29,7	-5,7	-8,4	-4,9
Изменение резервов ⁴	1,6	-20,4	-14,4	-15,1	-32,8	-54,9	-77,2	-128,6	-168,3	-129,9	-92,1
Страны Азии с формирующимся рынком⁶											
Частные потоки капитала, нетто ²	1,3	6,3	23,5	23,1	64,2	147,8	90,9	48,3	163,0	291,6	22,0
Частные прямые инвестиции, нетто	63,1	61,6	54,0	53,3	70,4	64,5	104,3	96,5	160,4	224,5	181,2
Частные портфельные потоки, нетто	23,4	19,7	-50,1	-60,0	7,9	13,4	-9,3	-110,7	14,8	-24,8	-108,4
Другие частные потоки капитала, нетто	-85,2	-75,0	19,5	29,9	-14,1	69,9	-4,0	62,5	-12,2	91,9	-50,7
Официальные потоки, нетто ³	10,7	-1,8	-13,0	2,8	-18,0	-13,4	-21,2	-22,0	-37,0	-9,5	-18,9
Изменение резервов ⁴	-59,0	-60,1	-87,7	-154,8	-236,7	-338,7	-288,3	-373,3	-662,8	-752,4	-546,2
Ближний Восток⁷											
Частные потоки капитала, нетто ²	9,3	-5,2	-7,3	-22,1	2,6	-16,9	-57,5	-47,5	33,7	-99,6	-86,2
Частные прямые инвестиции, нетто	7,2	6,0	12,3	9,2	17,5	10,2	18,3	15,1	7,0	8,0	11,8
Частные портфельные потоки, нетто	-5,0	3,1	-12,6	-17,4	-17,0	-20,8	-36,5	-24,3	-12,7	-23,4	-31,2
Другие частные потоки капитала, нетто	7,1	-14,2	-7,1	-13,8	2,1	-6,3	-39,2	-38,2	39,4	-84,2	-66,9
Официальные потоки, нетто ³	1,3	-23,5	-13,9	-8,1	-24,2	-33,7	-24,4	-66,4	-93,9	-147,0	-115,3
Изменение резервов ⁴	-3,4	-31,3	-11,1	-2,9	-36,7	-46,2	-107,5	-126,0	-192,3	-191,7	-161,9
Западное полушарие											
Частные потоки капитала, нетто ²	74,5	62,8	39,2	5,1	19,0	15,2	38,1	9,5	97,4	93,2	80,8
Частные прямые инвестиции, нетто	62,3	71,0	68,7	50,2	38,2	49,0	52,3	27,3	79,5	73,7	70,8
Частные портфельные потоки, нетто	21,3	1,5	-7,9	-15,3	-11,0	-18,7	5,1	-13,4	32,6	23,1	18,6
Другие частные потоки капитала, нетто	-9,1	-9,6	-21,6	-29,8	-8,3	-15,1	-19,3	-4,4	-14,6	-3,6	-8,6
Официальные потоки, нетто ³	5,9	-5,8	25,4	18,4	4,9	-8,9	-30,8	-18,6	0,0	2,3	2,2
Изменение резервов ⁴	-0,9	-6,7	1,7	1,5	-33,6	-22,1	-33,8	-49,5	-130,8	-74,0	-20,3
<i>Для справки</i>											
Страны-экспортеры топлива											
Частные потоки капитала, нетто ²	-4,8	-43,6	-6,4	-16,4	11,6	-18,4	-38,1	-3,8	120,9	-141,0	-103,1
Другие страны											
Частные потоки капитала, нетто ²	123,7	115,2	81,9	93,6	150,9	254,9	286,8	226,7	511,9	669,6	389,6

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 1997–99	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны											
Частные потоки капитала, нетто	118,9	71,6	75,5	77,1	162,5	236,5	248,7	223,0	632,8	528,6	286,6
Приток	253,1	314,3	160,1	167,8	414,8	634,7	838,9	1276,9	2017,0	1344,3	1293,6
Отток	-87,0	-242,3	-90,5	-90,4	-256,4	-400,3	-591,1	-1053,8	-1384,4	-815,7	-1006,6
Африка											
Частные потоки капитала, нетто	8,6	-3,1	2,3	1,8	3,9	13,1	26,3	36,0	39,6	43,7	62,3
Приток	20,4	5,7	14,5	14,0	18,0	25,8	45,3	70,2	69,5	78,9	93,1
Отток	-7,3	-8,8	-12,3	-12,2	-14,1	-12,7	-19,0	-34,1	-29,7	-34,9	-30,6
Центральная и Восточная Европа											
Частные потоки капитала, нетто	32,4	38,6	11,1	53,7	53,6	74,3	119,2	119,9	173,8	179,9	181,7
Приток	38,1	48,6	20,4	55,0	64,0	103,8	140,1	175,3	211,8	203,8	201,1
Отток	-1,5	-9,9	-9,3	-1,3	-10,5	-29,5	-20,9	-55,4	-38,0	-23,8	-19,4
Содружество Независимых Государств											
Частные потоки капитала, нетто	-7,2	-27,9	6,8	15,4	19,3	3,1	31,7	56,8	125,3	19,8	26,0
Приток	11,2	-5,5	11,0	22,6	46,4	63,2	112,3	161,7	282,8	182,4	195,0
Отток	-1,4	-22,3	-4,3	-7,1	-27,2	-60,1	-80,6	-104,9	-157,5	-162,6	-169,0
Страны Азии с формирующимся рынком²											
Частные потоки капитала, нетто	1,3	6,3	23,5	23,1	64,2	147,8	90,9	48,3	163,0	291,6	22,0
Приток	61,4	139,6	48,0	63,2	207,1	308,7	366,8	512,9	823,1	653,6	512,8
Отток	-56,2	-132,9	-29,9	-40,0	-147,2	-163,1	-278,0	-464,8	-660,7	-362,5	-490,8
Ближний Восток³											
Частные потоки капитала, нетто	9,3	-5,2	-7,3	-22,1	2,6	-16,9	-57,5	-47,5	33,7	-99,6	-86,2
Приток	17,1	41,2	-3,7	-11,6	32,1	67,1	83,9	246,3	403,6	18,1	94,8
Отток	-7,1	-46,4	-4,1	-10,3	-29,4	-83,9	-140,1	-293,6	-369,7	-117,5	-180,8
Западное полушарие											
Частные потоки капитала, нетто	74,5	62,8	39,2	5,1	19,0	15,2	38,1	9,5	97,4	93,2	80,8
Приток	104,8	84,8	69,8	24,7	47,1	66,0	90,5	110,5	226,3	207,5	196,8
Отток	-13,6	-22,0	-30,6	-19,6	-28,1	-50,8	-52,4	-101,0	-128,8	-114,3	-116,0

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

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
	В миллиардах долларов США									
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	801,1	896,1	1072,9	1395,6	1848,5	2339,6	3095,8	4308,4	5552,7	6459,5
Региональные группы										
Африка	54,3	64,6	72,2	90,4	126,4	160,5	221,6	281,9	381,2	459,5
К югу от Сахары	35,3	35,8	36,3	40,2	62,6	83,3	116,2	144,3	192,0	233,5
Кроме Нигерии и Южной Африки	19,0	19,0	22,7	26,3	32,2	36,2	50,6	62,5	82,3	106,8
Центральная и Восточная Европа	91,2	91,3	121,7	149,1	172,0	202,2	240,2	281,7	304,6	325,9
Содружество Независимых Государств ²	33,2	43,9	58,1	92,4	148,7	214,4	356,8	525,1	655,0	747,1
Россия	24,8	33,1	44,6	73,8	121,5	176,5	296,2	445,2	558,7	638,3
Кроме России	8,4	10,8	13,5	18,5	27,2	37,9	60,6	79,9	96,3	108,8
Развивающиеся страны Азии	320,7	379,5	496,2	669,7	933,9	1155,5	1489,3	2106,9	2830,4	3360,3
Китай	168,9	216,3	292,0	409,2	615,5	822,5	1069,5	1531,3	2201,3	2701,3
Индия	38,4	46,4	68,2	99,5	127,2	132,5	171,3	249,6	254,0	243,8
Кроме Китая и Индии	113,4	116,9	136,0	161,1	191,2	200,5	248,5	326,0	375,1	415,2
Ближний Восток	146,1	157,9	163,9	198,3	246,7	351,6	477,2	671,2	865,9	1030,8
Западное полушарие	155,7	158,8	160,7	195,6	220,8	255,5	310,7	441,5	515,5	535,9
Боливия	31,5	35,8	37,7	49,1	52,8	53,6	85,6	180,1	207,4	211,7
Мексика	35,5	44,8	50,6	59,0	64,1	74,1	76,3	86,6	97,1	105,9
Аналитические группы										
По источникам экспортных доходов										
Топливо	192,0	216,6	232,8	310,2	436,7	626,1	931,6	1310,8	1716,2	2034,4
По источникам экспортных доходов, в том числе первичные продукты	609,1	679,5	840,1	1085,5	1411,9	1713,5	2164,2	2997,6	3836,4	4425,0
в том числе первичные продукты	26,2	25,2	26,5	27,6	29,2	31,9	39,8	42,5	56,3	61,6
По источникам внешнего финансирования										
Страны – чистые дебиторы, в том числе официальное финансирование	420,0	443,7	527,0	644,6	745,4	825,8	1024,2	1364,5	1515,1	1601,3
в том числе официальное финансирование	17,3	18,4	18,8	26,1	30,0	33,8	44,3	59,9	69,2	78,6
Страны – чистые дебиторы по состоянию обслуживания долга										
Страны, имевшие просроченную задолженность, и/или страны, которым предоставлялось реоформление долга в период с 2002 по 2006 год	76,7	72,6	81,6	98,5	110,6	122,6	150,9	194,5	209,3	232,8
Другие группы										
Бедные страны с высоким уровнем задолженности	10,6	11,2	13,7	16,4	19,6	20,7	27,0	32,3	38,5	47,3
Ближний Восток и Северная Африка	165,5	187,1	200,6	249,6	312,4	431,3	585,0	810,7	1058,3	1260,7

Таблица А15 (окончание)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
	<i>Отношение резервов к импорту товаров и услуг³</i>									
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	44,9	49,7	55,4	60,6	62,8	66,3	73,5	83,5	84,7	88,5
Региональные группы										
Африка	39,9	46,3	46,9	48,1	54,3	57,7	68,6	71,4	75,9	82,2
К югу от Сахары	34,4	34,1	31,3	27,9	35,2	38,5	45,5	47,1	49,8	54,5
Кроме Нигерии и Южной Африки	34,8	32,6	37,0	35,7	35,2	32,0	39,0	39,3	40,5	47,5
Центральная и Восточная Европа	35,5	35,7	42,0	39,8	35,1	35,5	34,6	32,2	27,0	26,9
Содружество Независимых Государств ²	30,5	34,3	40,9	52,6	65,3	76,9	101,6	111,0	103,0	102,4
Россия	40,6	44,6	52,9	71,5	93,0	107,4	141,7	157,5	146,4	143,4
Кроме России	17,5	20,0	23,3	25,6	28,0	33,1	42,6	42,0	37,9	38,2
Развивающиеся страны Азии	49,1	58,3	68,1	74,5	79,5	81,8	89,7	106,4	113,3	118,8
Китай	67,4	79,7	89,0	91,1	101,5	115,5	125,4	148,0	166,0	174,2
Индия	52,6	65,0	90,0	107,1	97,0	72,8	76,3	88,2	71,8	61,9
Кроме Китая и Индии	34,5	37,9	41,8	45,1	43,7	38,7	42,7	49,3	45,8	47,0
Ближний Восток	75,6	78,7	74,2	78,0	77,4	91,7	101,9	114,4	115,5	119,9
Западное полушарие	35,8	37,1	40,1	47,3	44,3	42,2	43,5	52,1	49,5	48,2
Боливия	43,5	49,2	61,1	77,2	65,9	54,8	71,0	114,3	92,2	87,7
Мексика	18,6	24,2	27,3	31,4	29,8	30,5	27,4	28,3	27,1	28,5
Аналитические группы										
По источникам экспортных доходов										
Топливо	64,6	66,3	63,8	72,4	81,0	94,1	114,1	124,1	125,3	128,9
По источникам экспортных доходов, в том числе первичные продукты	41,0	46,1	53,5	57,9	58,7	59,9	63,8	73,1	73,9	77,3
	65,3	62,6	63,3	59,0	49,3	43,9	48,1	41,6	43,2	43,0
По источникам внешнего финансирования										
Страны – чистые дебиторы, в том числе официальное финансирование	36,9	39,6	45,6	48,3	44,3	40,6	42,5	46,7	41,1	40,2
	24,7	26,4	25,3	30,8	28,3	27,8	30,5	32,8	29,5	31,1
Страны – чистые дебиторы по состоянию обслуживания долга										
Страны, имевшие просроченную задолженность, и/или страны, которым предоставлялось переоформление долга в период с 2002 по 2006 год	42,0	41,1	48,4	51,1	45,5	40,1	43,3	46,7	38,3	39,1
Другие группы										
Бедные страны с высоким уровнем задолженности	28,5	28,9	30,9	34,6	32,4	29,6	33,0	32,8	31,1	34,7
Ближний Восток и Северная Африка	72,0	78,3	76,4	82,5	82,1	94,8	106,7	117,7	119,9	125,1

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		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Среднее 2010–13
	1986–93	1994–2001									
Весь мир											
Сбережение	22,7	22,1	20,6	20,9	22,0	22,9	23,9	24,1	24,0	24,1	24,8
Инвестиции	22,3	22,4	20,9	21,1	22,0	22,5	23,2	23,5	23,5	23,6	24,4
Страны с развитой экономикой											
Сбережение	22,2	21,6	19,1	19,1	19,8	20,1	20,7	20,5	19,6	19,6	19,9
Инвестиции	22,7	21,8	19,9	19,9	20,5	21,0	21,4	21,2	20,7	20,2	20,5
Чистое кредитование	-0,5	-0,2	-0,7	-0,8	-0,7	-0,9	-0,7	-0,7	-1,1	-0,7	-0,6
Текущие трансферты	-0,4	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8	-0,7
Факторный доход	-0,3	0,1	0,2	0,1	0,4	0,8	1,1	0,8	0,3	0,3	0,2
Сальдо ресурсов	0,2	0,2	-0,4	-0,4	-0,5	-0,9	-1,1	-0,7	-0,6	-0,2	—
Соединенные Штаты											
Сбережение	16,3	17,0	14,2	13,3	13,8	14,8	15,5	14,2	12,6	13,4	14,2
Инвестиции	18,8	19,6	18,4	18,4	19,4	20,0	20,1	18,8	17,5	16,7	17,2
Чистое кредитование	-2,6	-2,6	-4,2	-5,1	-5,5	-5,1	-4,6	-4,6	-4,9	-3,3	-3,0
Текущие трансферты	-0,4	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-0,7	-0,7
Факторный доход	-0,4	0,1	0,5	0,1	0,4	1,3	1,8	1,3	0,6	1,1	0,7
Сальдо ресурсов	-1,7	-2,2	-4,0	-4,5	-5,2	-5,7	-5,7	-5,1	-4,7	-3,6	-3,0
Зона евро											
Сбережение	...	21,4	20,8	20,8	21,7	21,3	22,1	22,5	21,8	21,4	21,5
Инвестиции	...	21,0	20,0	20,1	20,4	20,8	21,6	22,1	22,2	21,8	21,9
Чистое кредитование	...	0,5	0,8	0,7	1,3	0,5	0,5	0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Текущие трансферты ¹	-0,5	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Факторный доход ¹	-0,3	-0,4	-0,9	-0,7	-0,1	-0,2	0,1	-0,3	-0,7	-0,9	-1,2
Сальдо ресурсов ¹	1,0	1,6	2,4	2,1	2,2	1,7	1,2	1,6	1,2	1,4	1,6
Германия											
Сбережение	23,8	20,5	19,3	19,4	21,8	22,1	23,7	25,9	25,9	24,8	24,8
Инвестиции	21,8	21,4	17,3	17,4	17,1	16,9	17,6	18,3	18,6	18,0	18,2
Чистое кредитование	2,0	-0,9	2,0	2,0	4,7	5,2	6,1	7,6	7,3	6,8	6,6
Текущие трансферты	-1,6	-1,4	-1,3	-1,2	-1,3	-1,3	-1,2	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3
Факторный доход	0,8	-0,3	-0,8	-0,7	0,9	1,1	1,6	1,7	1,1	0,6	0,5
Сальдо ресурсов	2,8	0,8	4,1	3,9	5,0	5,3	5,6	7,1	7,5	7,5	7,3
Франция											
Сбережение	20,4	20,7	20,5	20,0	20,3	19,6	20,7	20,9	19,5	19,2	19,0
Инвестиции	20,7	18,8	19,0	18,9	19,6	20,3	21,1	22,1	22,8	23,0	23,4
Чистое кредитование	-0,3	1,9	1,6	1,2	0,7	-0,6	-0,4	-1,1	-3,3	-3,7	-4,3
Текущие трансферты	-0,6	-0,8	-1,0	-1,1	-1,1	-1,3	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2
Факторный доход	-0,5	0,7	0,8	1,2	1,2	1,2	1,9	1,6	0,6	0,3	-0,1
Сальдо ресурсов	0,8	2,1	1,7	1,1	0,6	-0,5	-1,1	-1,5	-2,8	-2,8	-3,0
Италия											
Сбережение	20,3	21,1	20,4	19,4	19,9	19,1	19,0	19,0	19,2	19,4	19,4
Инвестиции	21,7	19,8	21,1	20,7	20,8	20,8	21,5	21,5	21,9	21,8	20,9
Чистое кредитование	-1,3	1,4	-0,8	-1,3	-0,9	-1,6	-2,6	-2,5	-2,8	-2,4	-1,6
Текущие трансферты	-0,4	-0,5	-0,4	-0,5	-0,6	-0,7	-0,9	-0,9	-0,7	-0,8	-0,8
Факторный доход	-1,6	-1,1	-1,2	-1,3	-1,1	-1,0	-0,9	-1,3	-1,1	-1,1	-1,3
Сальдо ресурсов	0,7	3,0	0,8	0,6	0,7	—	-0,7	-0,3	-0,8	-0,3	0,6
Япония											
Сбережение	33,7	29,3	25,9	26,1	26,8	27,2	27,8	28,6	27,4	27,0	26,6
Инвестиции	30,9	26,9	23,1	22,8	23,0	23,6	24,0	23,8	23,4	23,3	23,4
Чистое кредитование	2,7	2,3	2,9	3,2	3,7	3,6	3,9	4,7	4,0	3,8	3,2
Текущие трансферты	-0,1	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2
Факторный доход	0,7	1,2	1,7	1,7	1,9	2,3	2,7	3,1	2,9	2,8	3,0
Сальдо ресурсов	2,1	1,3	1,3	1,7	2,0	1,5	1,4	1,9	1,3	1,1	0,4
Соединенное Королевство											
Сбережение	16,1	16,1	15,3	15,1	15,0	14,7	14,2	14,6	13,4	12,7	13,4
Инвестиции	18,8	17,4	17,1	16,7	17,1	17,3	17,6	18,4	17,1	16,1	16,4
Чистое кредитование	-2,6	-1,3	-1,7	-1,6	-2,1	-2,6	-3,4	-3,8	-3,6	-3,4	-3,0
Текущие трансферты	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1
Факторный доход	-0,4	0,3	1,7	1,5	1,5	1,7	0,8	0,6	0,9	0,6	0,6
Сальдо ресурсов	-1,6	-0,8	-2,6	-2,3	-2,7	-3,4	-3,3	-3,4	-3,5	-3,0	-2,5
Канада											
Сбережение	17,2	19,8	21,0	21,2	23,0	23,9	24,3	24,1	23,5	22,7	23,4
Инвестиции	20,6	19,6	19,3	20,0	20,7	22,0	22,9	23,3	22,6	22,7	22,4
Чистое кредитование	-3,4	0,2	1,7	1,2	2,3	1,9	1,4	0,9	0,9	—	1,0
Текущие трансферты	-0,2	0,1	—	—	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Факторный доход	-3,4	-3,2	-2,6	-2,5	-1,9	-1,6	-0,9	-0,9	-0,8	-1,0	-1,0
Сальдо ресурсов	0,2	3,4	4,3	3,7	4,2	3,7	2,4	1,9	1,8	1,1	2,1

Таблица А16 (продолжение)

	Средние		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Среднее 2010–13
	1986–93	1994–2001									
Новые индустриальные страны Азии											
Сбережение	35,7	33,0	29,7	31,5	32,8	31,3	31,4	32,2	31,6	31,3	31,9
Инвестиции	29,8	29,9	24,7	24,7	26,5	25,9	26,0	25,9	26,9	27,1	27,9
Чистое кредитование	5,9	3,1	5,0	6,8	6,3	5,3	5,3	6,3	4,7	4,3	4,0
Текущие трансферты	0,1	-0,3	-0,7	-0,8	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
Факторный доход	1,3	0,6	0,5	0,8	0,5	-0,1	0,3	0,9	1,0	0,8	1,0
Сальдо ресурсов	4,5	2,8	5,2	6,7	6,6	6,1	5,8	6,1	4,4	4,2	3,6
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны											
Сбережение	24,3	24,2	26,3	28,0	29,7	31,5	33,0	33,4	33,7	33,3	33,4
Инвестиции	25,3	25,0	25,0	26,0	27,3	27,3	28,2	29,3	29,7	30,4	31,3
Чистое кредитование	-2,5	-0,8	1,2	2,0	2,4	4,2	4,8	4,1	4,1	2,9	2,1
Текущие трансферты	0,5	0,9	1,4	1,6	1,5	1,6	1,5	1,5	1,3	1,2	1,1
Факторный доход	-1,5	-1,6	-2,0	-2,0	-2,0	-1,6	-1,6	-1,4	-1,7	-1,3	-0,8
Сальдо ресурсов	-0,8	—	1,8	2,4	2,9	4,2	4,9	4,1	4,4	3,0	1,7
<i>Для справки</i>											
Приобретение иностранных активов	1,1	3,6	3,5	5,7	7,0	9,2	11,2	13,7	9,3	7,4	6,5
Изменение резервов	0,3	1,1	2,3	3,8	4,7	5,0	5,5	7,9	6,4	4,3	3,4
Региональные группы											
Африка											
Сбережение	18,0	18,5	20,3	21,4	22,9	24,2	26,1	25,0	27,3	25,5	24,6
Инвестиции	19,5	20,2	22,1	21,8	22,9	22,5	23,3	24,5	24,2	25,1	25,8
Чистое кредитование	-1,5	-1,6	-1,8	-0,4	0,1	1,7	2,7	0,5	3,1	0,4	-1,2
Текущие трансферты	2,4	2,6	3,0	3,1	3,2	3,0	2,9	3,0	2,9	2,7	2,5
Факторный доход	-3,6	-3,9	-4,6	-4,4	-5,0	-5,3	-5,0	-5,6	-5,6	-5,5	-4,6
Сальдо ресурсов	-0,3	-0,3	-0,1	0,9	1,9	4,0	4,8	3,1	5,8	3,2	0,9
<i>Для справки</i>											
Приобретение иностранных активов	0,1	2,6	2,8	3,3	4,4	5,8	6,9	6,5	8,5	5,9	4,1
Изменение резервов	0,1	1,4	1,2	2,0	4,5	5,2	5,7	5,5	7,3	5,2	3,5
Центральная и Восточная Европа											
Сбережение	25,3	19,9	18,1	17,1	17,4	17,7	18,2	18,6	18,9	19,3	20,4
Инвестиции	26,3	22,7	21,3	21,2	22,5	22,2	24,0	25,0	25,6	25,9	26,7
Чистое кредитование	-1,0	-2,8	-3,2	-4,1	-5,1	-4,5	-5,8	-6,3	-6,7	-6,6	-6,3
Текущие трансферты	1,4	1,7	1,7	1,5	1,4	1,4	1,4	1,3	1,2	1,3	1,4
Факторный доход	-1,4	-1,2	-2,1	-2,5	-2,9	-2,5	-2,7	-2,8	-2,5	-2,4	-2,5
Сальдо ресурсов	-0,9	-3,4	-2,8	-3,2	-3,6	-3,4	-4,6	-4,8	-5,4	-5,5	-5,2
<i>Для справки</i>											
Приобретение иностранных активов	1,1	1,9	3,3	2,2	3,3	5,0	4,8	4,7	1,9	1,5	2,0
Изменение резервов	-0,4	1,6	2,5	1,4	1,3	3,5	1,6	2,3	1,0	0,9	1,3
Содружество Независимых Государств²											
Сбережение	...	24,7	26,6	27,5	29,7	29,9	29,8	29,4	30,4	28,3	25,9
Инвестиции	...	21,0	20,2	21,2	21,5	21,1	22,4	25,1	25,0	25,5	26,7
Чистое кредитование	...	3,6	6,4	6,3	8,3	8,8	7,3	4,3	5,4	2,8	-0,8
Текущие трансферты	...	0,4	0,6	0,6	0,5	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3	0,2
Факторный доход	...	-2,0	-2,0	-2,8	-2,1	-2,8	-3,5	-3,0	-3,4	-3,0	-2,4
Сальдо ресурсов	...	5,2	7,9	8,4	9,9	11,0	10,4	6,9	8,4	5,5	1,5
<i>Для справки</i>											
Приобретение иностранных активов	...	4,7	5,5	11,6	13,9	15,2	16,2	17,5	11,2	8,4	6,3
Изменение резервов	...	1,1	3,3	5,7	7,1	7,7	9,9	9,9	5,6	3,4	2,9

Таблица А16 (продолжение)

	Средние		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Среднее 2010–13
	1986–93	1994–2001									
Развивающиеся страны Азии											
Сбережение	28,8	32,7	33,7	36,6	38,4	41,4	43,8	45,1	44,6	44,9	46,3
Инвестиции	31,4	32,4	31,2	33,8	35,9	37,3	37,9	38,1	39,2	39,7	40,6
Чистое кредитование	-2,6	0,4	2,5	2,8	2,6	4,1	5,9	7,0	5,4	5,2	5,8
Текущие трансферты	0,8	1,3	1,9	2,1	2,0	2,1	2,1	2,2	2,0	1,8	1,7
Факторный доход	-1,8	-1,4	-1,5	-1,1	-1,0	-0,7	-0,6	-0,3	-0,3	—	0,6
Сальдо ресурсов	-1,6	0,4	2,1	1,8	1,6	2,6	4,4	5,2	3,6	3,4	3,5
<i>Для справки</i>											
Приобретение иностранных активов	2,4	5,9	5,2	6,1	7,3	9,6	11,4	14,7	12,1	9,2	9,1
Изменение резервов	0,9	1,7	4,2	5,5	7,4	5,9	6,8	10,7	10,3	6,7	5,6
Ближний Восток											
Сбережение	17,6	25,5	28,4	32,5	35,7	42,7	43,6	43,3	47,4	42,8	38,4
Инвестиции	23,8	22,4	23,7	24,2	24,0	22,7	22,6	24,9	24,5	25,7	26,5
Чистое кредитование	-6,3	3,1	4,7	8,3	11,6	20,0	21,0	18,4	22,8	17,0	11,9
Текущие трансферты	-3,5	-2,9	-2,5	-2,2	-2,0	-1,7	-1,8	-1,6	-1,4	-1,4	-1,4
Факторный доход	2,3	2,6	0,5	0,2	0,3	1,5	2,4	2,7	1,3	2,3	3,8
Сальдо ресурсов	-5,1	3,3	6,7	10,3	13,3	20,3	20,4	17,3	22,9	16,1	9,5
<i>Для справки</i>											
Приобретение иностранных активов	-0,5	4,8	2,6	12,8	17,5	26,2	36,6	42,6	20,2	18,3	13,4
Изменение резервов	-0,4	1,2	0,6	5,0	5,5	10,3	10,4	13,9	10,1	7,7	4,4
Западное полушарие											
Сбережение	18,6	17,7	19,3	19,8	22,0	22,0	23,2	22,7	22,0	21,5	21,4
Инвестиции	19,1	20,7	19,9	19,2	20,8	20,5	21,6	22,4	23,1	23,4	23,8
Чистое кредитование	-0,5	-3,0	-0,7	0,6	1,1	1,5	1,5	0,3	-1,1	-1,9	-2,3
Текущие трансферты	0,8	0,9	1,7	1,9	2,0	2,0	2,0	1,8	1,5	1,5	1,5
Факторный доход	-2,3	-2,7	-2,7	-3,0	-2,9	-2,2	-2,3	-2,1	-2,8	-2,5	-2,4
Сальдо ресурсов	1,0	-1,2	0,3	1,6	2,0	1,7	1,9	0,6	0,2	-1,0	-1,4
<i>Для справки</i>											
Приобретение иностранных активов	0,7	1,7	1,2	2,9	2,8	3,0	3,2	6,1	3,2	2,1	1,6
Изменение резервов	0,6	0,2	-0,1	1,8	1,0	1,3	1,6	3,6	1,7	0,4	0,3
Аналитические группы											
По источникам экспортных доходов											
Топливо											
Сбережение	26,6	26,1	28,9	31,1	34,1	38,2	38,6	37,0	39,3	35,4	31,4
Инвестиции	28,8	22,4	23,5	23,3	23,4	22,4	22,9	25,3	24,3	25,1	26,0
Чистое кредитование	-2,2	3,7	5,4	7,8	10,7	15,8	15,6	11,7	14,9	10,3	5,4
Текущие трансферты	-1,5	-1,9	-1,7	-1,4	-1,1	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9
Факторный доход	—	-0,7	-1,7	-2,3	-2,1	-2,0	-1,9	-1,9	-2,6	-1,8	-0,6
Сальдо ресурсов	-0,7	6,3	8,8	11,5	13,9	18,7	18,4	14,5	18,3	13,0	6,9
<i>Для справки</i>											
Приобретение иностранных активов	0,2	5,0	3,0	11,7	14,8	20,0	24,3	26,3	15,5	12,7	9,0
Изменение резервов	-0,3	0,9	1,0	5,2	6,9	9,2	10,3	11,1	8,6	6,0	3,8
Товары, кроме топлива											
Сбережение	23,2	23,9	25,7	27,3	28,7	29,8	31,5	32,3	32,0	32,5	34,1
Инвестиции	25,0	25,5	25,4	26,6	28,3	28,7	29,7	30,4	31,4	32,1	33,2
Чистое кредитование	-2,1	-1,7	0,3	0,7	0,4	1,1	1,8	1,9	0,6	0,4	0,9
Текущие трансферты	1,2	1,4	2,0	2,2	2,1	2,2	2,2	2,2	2,0	1,9	1,9
Факторный доход	-1,7	-1,8	-2,0	-1,9	-1,9	-1,5	-1,5	-1,3	-1,4	-1,1	-0,8
Сальдо ресурсов	-0,8	-1,3	0,3	0,4	0,2	0,4	1,1	1,1	-0,1	-0,4	-0,2
<i>Для справки</i>											
Приобретение иностранных активов	1,3	3,4	3,6	4,4	5,1	6,4	7,5	10,1	7,3	5,6	5,7
Изменение резервов	0,5	1,1	2,5	3,5	4,2	3,9	4,2	7,0	5,7	3,7	3,3

Таблица А16 (окончание)

	Средние		2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Среднее 2010–13
	1986–93	1994–2001									
По источникам внешнего финансирования											
Страны – чистые дебиторы											
Сбережение	20,8	19,6	20,1	20,8	21,7	21,9	23,0	23,3	22,9	23,0	23,9
Инвестиции	22,9	22,2	20,9	21,4	23,0	23,4	24,4	25,3	26,0	26,3	27,3
Чистое кредитование	-2,1	-2,6	-0,8	-0,6	-1,3	-1,5	-1,4	-2,0	-3,0	-3,3	-3,4
Текущие трансферты	1,5	1,8	2,6	2,7	2,6	2,7	2,7	2,6	2,5	2,5	2,5
Факторный доход	-2,4	-2,4	-2,4	-2,5	-2,7	-2,4	-2,5	-2,4	-2,6	-2,3	-2,4
Сальдо ресурсов	-1,1	-2,5	-1,0	-0,8	-1,2	-1,8	-1,7	-2,2	-3,0	-3,5	-3,5
<i>Для справки</i>											
Приобретение иностранных активов	0,8	1,7	2,4	3,0	2,9	3,1	4,2	6,2	2,6	2,0	2,1
Изменение резервов	0,5	0,8	1,5	2,0	1,5	1,8	2,3	4,0	1,5	0,8	1,1
Официальное финансирование											
Сбережение	14,2	17,6	20,2	21,1	22,3	23,2	23,9	23,2	22,4	22,0	22,5
Инвестиции	17,1	20,5	22,0	23,2	24,2	24,8	25,6	27,0	27,4	26,4	26,3
Чистое кредитование	-2,8	-2,9	-1,8	-2,1	-1,8	-1,6	-1,7	-3,8	-5,1	-4,4	-3,8
Текущие трансферты	4,2	5,7	7,0	7,5	8,2	8,6	8,8	9,3	8,6	7,9	7,9
Факторный доход	-0,8	-0,6	-0,5	-1,5	-0,8	-1,8	-2,0	-1,2	-1,0	-1,2	-1,4
Сальдо ресурсов	-6,3	-7,9	-8,3	-8,1	-9,2	-8,5	-8,5	-11,9	-12,7	-11,1	-10,3
<i>Для справки</i>											
Приобретение иностранных активов	0,5	2,8	1,5	4,6	2,8	4,2	3,6	8,5	4,4	3,3	3,9
Изменение резервов	0,5	0,5	-0,2	3,0	1,2	2,1	2,9	4,2	2,0	1,8	2,4
Страны – чистые дебиторы по состоянию обслуживания долга											
Страны, имевшие просроченную задолженность, и/или страны, которым предоставлялось переоформление долга в период с 2002 по 2006 год											
Сбережение	17,1	19,3	21,0	23,1	21,6	21,9	23,7	23,3	22,4	22,2	22,8
Инвестиции	23,1	22,3	18,7	20,6	21,4	22,6	23,6	24,3	24,3	24,7	25,3
Чистое кредитование	-6,0	-3,0	2,3	2,5	0,2	-0,7	0,2	-0,9	-1,9	-2,4	-2,5
Текущие трансферты	1,6	2,1	3,9	4,0	3,9	4,5	4,4	4,0	3,9	3,6	3,6
Факторный доход	-5,6	-3,1	-4,0	-3,3	-4,1	-3,8	-3,7	-3,5	-3,1	-2,4	-2,5
Сальдо ресурсов	-1,9	-2,0	2,3	1,8	0,5	-1,3	-0,5	-1,4	-2,7	-3,7	-3,6
<i>Для справки</i>											
Приобретение иностранных активов	1,0	2,0	3,3	3,9	2,5	2,6	3,7	4,7	1,9	1,9	1,5
Изменение резервов	0,2	0,5	0,9	2,3	1,5	1,7	2,2	3,3	0,9	1,3	1,1

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	2006	2007	2008	2009	Среднее
	1990–97	1998–2005	за четыре года					за четыре года
	Годовое изменение в процентах, если не указано иное							
Мировой реальный ВВП	2,9	3,6	4,2	5,1	5,0	3,9	3,0	4,6
Страны с развитой экономикой	2,6	2,6	1,9	3,0	2,6	1,5	0,5	2,5
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	3,3	5,2	7,2	7,9	8,0	6,9	6,1	6,9
<i>Для справки</i>								
Потенциальный объем производства								
Основные страны с развитой экономикой	2,5	2,3	2,1	2,2	2,1	2,0	1,9	1,9
Мировая торговля, объем¹	6,9	6,2	6,4	9,3	7,2	4,9	4,1	7,1
Импорт								
Страны с развитой экономикой	6,2	6,0	3,7	7,5	4,5	1,9	1,1	5,2
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	8,0	7,7	12,8	14,7	14,2	11,7	10,5	11,0
Экспорт								
Страны с развитой экономикой	6,9	5,2	5,2	8,4	5,9	4,3	2,5	5,3
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	8,3	8,4	8,5	11,0	9,5	6,3	7,4	10,1
Условия торговли								
Страны с развитой экономикой	-0,1	-0,1	-0,7	-1,2	0,3	-1,8	-0,1	0,2
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	-0,6	1,4	2,8	4,9	1,7	5,5	-0,9	-0,2
Мировые цены в долларах США								
Продукция обрабатывающей промышленности	1,3	1,6	6,6	3,7	8,8	13,8	0,5	1,5
Нефть	0,9	13,6	17,2	20,5	10,7	50,8	-6,3	0,6
Первичные биржевые товары, кроме топлива	0,0	0,5	10,5	23,2	14,1	13,3	-6,2	-2,6
Потребительские цены								
Страны с развитой экономикой	3,4	1,9	2,5	2,4	2,2	3,6	2,0	2,0
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	62,9	8,3	7,2	5,4	6,4	9,4	7,8	5,3
Процентные ставки (в процентах)								
Реальная шестимесячная ЛИБОР ²	3,1	1,6	1,8	2,1	2,6	1,0	1,5	3,2
Мировая реальная долгосрочная процентная ставка ³	4,0	2,4	1,5	1,7	2,0	0,4	1,8	2,8
	<i>В процентах ВВП</i>							
Сальдо счета текущих операций								
Страны с развитой экономикой	—	-0,7	-1,0	-1,3	-0,9	-1,0	-0,6	-0,5
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	-1,6	1,2	4,0	4,9	4,1	4,1	2,9	2,2
Общая сумма внешнего долга								
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	34,2	35,8	25,4	26,6	26,9	24,2	23,8	23,5
Обслуживание долга								
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	4,6	6,3	4,7	5,8	4,8	4,1	4,0	4,0

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» И ИССЛЕДОВАНИЯ ПЕРСОНАЛА МВФ ДЛЯ «ПЕРСПЕКТИВ РАЗВИТИЯ МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ», ОТДЕЛЬНЫЕ ТЕМЫ, 2000–2008 ГОДЫ

I. Методология — агрегирование, моделирование и прогнозирование

	<i>Перспективы развития мировой экономики</i>
Revised Purchasing Power Parity Based Weights for the World Economic Outlook	May 2000, Box A1
The Global Current Account Discrepancy	October 2000, Chapter I, Appendix II
How Well Do Forecasters Predict Turning Points?	May 2001, Box 1.1
The Information Technology Revolution: Measurement Issues	October 2001, Box 3.1
Measuring Capital Account Liberalization	October 2001, Box 4.1
The Accuracy of World Economic Outlook Growth Forecasts: 1991–2000	December 2001, Box 3.1
On the Accuracy of Forecasts of Recovery	April 2002, Box 1.2
The Global Current Account Discrepancy and Other Statistical Problems	September 2002, Box 2.1
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 фактическим и потенциальным 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

II. Исторические обзоры

	<i>Перспективы развития мировой экономики</i>
The World Economy in the Twentieth Century	May 2000, Chapter V
The Monetary System and Growth During the Commercial Revolution	May 2000, Box 5.2
The Great Depression	April 2002, Box 3.2
Historical Evidence on Financial Crises	April 2002, Box 3.3
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

ОТДЕЛЬНЫЕ ТЕМЫ, 2000–2008 ГОДЫ

Рециклирование нефtedолларов в 1970-е годы	Апрель 2006 года, вставка 2.2
Исторический аспект (экономического) роста и счета текущих операций	Октябрь 2008 года, вставка 6.3

Исследования персонала МВФ для «Перспектив развития мировой экономики»

Globalization and Growth in the Twentieth Century Nicholas Crafts	May 2000
The International Monetary System in the (Very) Long Run Barry Eichengreen and Nathan Sussman	May 2000

III. Экономический рост — источники и тенденции

Перспективы развития мировой экономики

How Can the Poorest Countries Catch Up?	May 2000, Chapter IV
Trends in the Human Development Index	May 2000, Box 5.1
Productivity Growth and IT in the Advanced Economies	October 2000, Chapter II
Transition: Experience and Policy Issues	October 2000, Chapter III
Business Linkages in Major Advanced Countries	October 2001, Chapter II
How Do Macroeconomic Fluctuations in the Advanced Countries Affect the Developing Countries?	October 2001, Chapter II
Confidence Spillovers	October 2001, Box 2.1
Channels of Business Cycle Transmission to Developing Countries	October 2001, Box 2.2
The Information Technology Revolution	October 2001, Chapter III
Has the IT Revolution Reduced Output Volatility?	October 2001, Box 3.4
The Impact of Capital Account Liberalization on Economic Performance	October 2001, Box 4.2
How Has September 11 Influenced the Global Economy?	December 2001, Chapter II
The Long-Term Impact of September 11	December 2001, Box 2.1
Is Wealth Increasingly Driving Consumption?	April 2002, Chapter II
Recessions and Recoveries	April 2002, Chapter III
Was It a Global Recession?	April 2002, Box 1.1
How Important Is the Wealth Effect on Consumption?	April 2002, Box 2.1
A Household Perspective on the Wealth Effect	April 2002, Box 2.2
Measuring Business Cycles	April 2002, Box 3.1
Economic Fluctuations in Developing Countries	April 2002, Box 3.4
How Will Recent Falls in Equity Markets Affect Activity?	September 2002, Box 1.1
Reversal of Fortune: Productivity Growth in Europe and the United States	September 2002, Box 1.3
Growth and Institutions	April 2003, Chapter III
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 II
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 III
How Will Demographic Change Affect the Global Economy?	September 2004, Chapter III
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 II
Output Volatility in Emerging Market and Developing Countries	April 2005, Chapter II
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 III
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 IV
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 III
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 IV
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 коэффициента 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 V
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

IV. Инфляция и дефляция; рынки биржевых товаров

Cycles in Nonfuel Commodity Prices	<i>Перспективы развития мировой экономики</i> May 2000, Box 2.2
Booms and Slumps in the World Oil Market	May 2000, Box 2.3
Commodity Prices and Commodity Exporting Countries	October 2000, Chapter II
Developments in the Oil Markets	October 2000, Box 2.2
The Decline of Inflation in Emerging Markets: Can It Be Maintained?	May 2001, Chapter IV

ОТДЕЛЬНЫЕ ТЕМЫ, 2000–2008 ГОДЫ

The Global Slowdown and Commodity Prices	May 2001, Chapter I, Appendix 1
Why Emerging Market Countries Should Strive to Preserve Lower Inflation	May 2001, Box 4.1
Is There a Relationship Between Fiscal Deficits and Inflation?	May 2001, Box 4.2
How Much of a Concern Is Higher Headline Inflation?	October 2001, Box 1.2
Primary Commodities and Semiconductor Markets	October 2001, Chapter I, Appendix 1
Can Inflation Be Too Low?	April 2002, Box 2.3
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 IV
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 V
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, приложение 1.2
Снижение курса доллара и цены на биржевые товары	Апрель 2008, вставка 1.4
Почему предложение нефти не отреагировало на повышение цен?	Апрель 2008, вставка 1.5
Эталоны цен на нефть	Апрель 2008, вставка 1.6
Глобализация, цены на биржевые товары и развивающиеся страны	Апрель 2008, глава V
Текущий бум цен на биржевые товары с учетом перспектив	Апрель 2008, вставка 5.2
Возвращение инфляции? Цены на биржевые товары и инфляция	Октябрь 2008 года, глава III
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

V. Налогово-бюджетная политика

Перспективы развития мировой экономики

Social Spending, Poverty Reduction, and Debt Relief in Heavily Indebted Poor Countries	May 2000, Box 4.3
--	-------------------

Fiscal Improvement in Advanced Economies: How Long Will It Last?	May 2001, Chapter III
Impact of Fiscal Consolidation on Macroeconomic Performance	May 2001, Box 3.3
Fiscal Frameworks in Advanced and Emerging Market Economies	May 2001, Box 3.4
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 III
Has Fiscal Behavior Changed Under the European Economic and Monetary Union?	September 2004, Chapter II
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, вставка 2.1
Налогово-бюджетная политика как антициклический инструмент	Октябрь 2008 года, глава V
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

	<i>Перспективы развития мировой экономики</i>
Asset Prices and Business Cycle	May 2000, Chapter III
Global Liquidity and Asset Prices	May 2000, Box 3.2
International Capital Flows to Emerging Markets	October 2000, Chapter II
Developments in Global Equity Markets	October 2000, Chapter II
U.S. Monetary Policy and Sovereign Spreads in Emerging Markets	October 2000, Box 2.1
Impact of the Global Technology Correction on the Real Economy	May 2001, Chapter II
Inflation Targeting in Emerging Market Economies: Implementation and Challenges	May 2001, Box 4.3
Financial Market Dislocations and Policy Responses After the September 11 Attacks	December 2001, Box 2.2
Investor Risk Appetite	December 2001, Box 2.3
Monetary Policy in a Low Inflation Era	April 2002, Chapter II
The Introduction of Euro Notes and Coins	April 2002, Box 1.3
Cross-Country Determinants of Capital Structure	September 2002, Box 2.3
When Bubbles Burst	April 2003, Chapter II

ОТДЕЛЬНЫЕ ТЕМЫ, 2000–2008 ГОДЫ

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?	September 2003, Chapter II
Reserves and Short-Term Debt	September 2003, Box 2.3
Are Credit Booms in Emerging Markets a Concern?	April 2004, Chapter IV
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 IV
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 III
Влияние нефtedолларов 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 IV
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, глава III
Оценка уязвимости в отношении корректировок на жилищном рынке	Апрель 2008, вставка 3.1
Началось ли сокращение кредита?	Апрель 2008, вставка 1.1
Финансовый стресс и экономические спады	Октябрь 2008 года, глава IV
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
Capital Structure and Corporate Performance Across Emerging Markets	<i>Исследования персонала МВФ для «Перспектив развития мировой экономики»</i> September 2002, Chapter II

VII. Рынки труда, бедность и неравенство

Unemployment and Labor Market Institutions: Why Reforms Pay Off
 Regional Disparities in Unemployment
 Labor Market Reforms in the European Union
 The Globalization of Labor
 Emigration and Trade: How Do They Affect Developing Countries?
 Labor Market Reforms in the Euro Area and the Wage-Unemployment
 Tradeoff
 Globalization and Inequality
 Глобализация рынка труда
 Эмиграция и внешняя торговля: каковы их последствия для развивающихся стран?
 Реформы рынка труда в зоне евро и компромисс между заработной платой
 и занятостью
 Глобализация и неравенство

EMU Challenges European Labor Markets
Rüdiger Soltwedel, Dirk Dohse, and Christiane Krieger-Boden

Перспективы развития мировой экономики

April 2003, Chapter IV
 April 2003, Box 4.1
 April 2003, Box 4.2
 April 2007, Chapter 5
 April 2007, Box 5.1

 October 2007, Box 2.2
 October 2007, Chapter 4
 Апрель 2007 года, глава V
 Апрель 2007 года, вставка 5.1

 Октябрь 2007 года, вставка 2.2
 Октябрь 2007 года, глава IV

Исследования персонала МВФ для «Перспектив развития мировой экономики»

May 2000

VIII. Вопросы, связанные с валютными курсами

The Pros and Cons of Dollarization
 Why Is the Euro So Undervalued?
 Convergence and Real Exchange Rate Appreciation in the EU
 Accession Countries
 What Is Driving the Weakness of the Euro and the Strength of the Dollar?
 The Weakness of the Australian and New Zealand Currencies
 How Did the September 11 Attacks Affect Exchange Rate Expectations?
 Market Expectations of Exchange Rate Movements
 Are Foreign Exchange Reserves in Asia Too High?
 How Concerned Should Developing Countries Be About G-3
 Exchange Rate Volatility?
 Reserves and Short-Term Debt
 The Effects of a Falling Dollar
 Learning to Float: The Experience of Emerging Market Countries Since
 the Early 1990s
 How Did Chile, India, and Brazil Learn to Float?
 Foreign Exchange Market Development and Intervention
 How Emerging Market Countries May Be Affected by External Shocks
 Как внешние шоки могут повлиять на страны с формирующимся рынком?
 Обменные курсы и регулирование внешних дисбалансов
 Степень влияния обменных курсов на внешнеторговые цены и внешняя корректировка
 Снижение курса доллара США: причины и следствия

Перспективы развития мировой экономики

May 2000, Box 1.4
 October 2000, Box 1.1

 October 2000, Box 4.4
 May 2001, Chapter II
 May 2001, Box 2.1
 December 2001, Box 2.4
 September 2002, Box 1.2
 September 2003, Chapter II

 September 2003, Chapter II
 September 2003, Box 2.3
 April 2004, Box 1.1

 September 2004, Chapter II
 September 2004, Box 2.3
 September 2004, Box 2.4
 September 2006, Box 1.2
 Сентябрь 2006 года, вставка 1.2
 Апрель 2007 года, глава III
 Апрель 2007 года, вставка 3.3
 Апрель 2008, вставка 1.2

*Исследования персонала МВФ
для «Перспектив развития
мировой экономики»*

Currency Crises: In Search of Common Elements <i>Jahangir Aziz, Francesco Caramazza, and Ranil Salgado</i>	May 2000
Business Cycle Influences on Exchange Rates: Survey and Evidence <i>Ronald MacDonald and Phillip Suragel</i>	May 2000

IX. Внешние платежи, торговля, движение капитала и внешний долг

Перспективы развития мировой экономики

The Global Current Account Discrepancy	October 2000, Chapter I, Appendix II
Trade Integration and Sub-Saharan Africa	May 2001, Chapter II
Sustainability of the U.S. External Current Account	May 2001, Box 1.2
Reducing External Balances	May 2001, Chapter I, Appendix 2
The World Trading System: From Seattle to Doha	October 2001, Chapter II
International Financial Integration and Economic Performance: Impact on Developing Countries	October 2001, Chapter IV
Potential Welfare Gains From a New Trade Round	October 2001, Box 2.3
Critics of a New Trade Round	October 2001, Box 2.4
Foreign Direct Investment and the Poorer Countries	October 2001, Box 4.3
Country Experiences with Sequencing Capital Account Liberalization	October 2001, Box 4.4
Contagion and Its Causes	December 2001, Chapter I, Appendix
Capital Account Crises in Emerging Market Countries	April 2002, Box 3.5
How Have External Deficits Adjusted in the Past?	September 2002, Box 2.2
Using Prices to Measure Goods Market Integration	September 2002, Box 3.1
Transport Costs	September 2002, Box 3.2
The Gravity Model of International Trade	September 2002, Box 3.3
Vertical Specialization in the Global Economy	September 2002, Box 3.4
Trade and Growth	September 2002, Box 3.5
How Worrisome Are External Imbalances?	September 2002, Chapter II
How Do Industrial Country Agricultural Policies Affect Developing Countries?	September 2002, Chapter II
Trade and Financial Integration	September 2002, Chapter III
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 III
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 II

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 II
Каковы успехи в урегулировании глобальных дисбалансов?	Апрель 2006 года, вставка 1.4
Дохский раунд после совещаний 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 1.3
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 III
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, вставка 1.3
Как глобализация торговли и финансов воздействует на экономический рост? Теория и фактические данные	Апрель 2008, вставка 5.1
Различия в состоянии счетов текущих операций между разными странами с формирующимся рынком	Октябрь 2008 года, глава VI
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

X. Региональные вопросы

The Economic Impact of HIV/AIDS in Southern Africa	October 2000, Box 1.4
Accession of Transition Economies to the European Union: Prospects and Pressures	October 2000, Chapter IV
The IMF and the Transition Economies	October 2000, Box 3.1
Previous EU Enlargements	October 2000, Box 4.2
The Enhanced HIPC Initiative in Africa	May 2001, Box 1.4
Large Current Account Deficits in EU Accession Countries	May 2001, Box 1.5
Africa's Trade and the Gravity Model	May 2001, Box 2.2
The Implications of the Japanese Economic Slowdown for East Asia	October 2001, Box 1.4
Relative Euro-Area Growth Performances: Why Are Germany and Italy Lagging Behind France?	October 2001, Box 1.5
Economic Growth, Civil Conflict, and Poverty Reduction in Sub-Saharan Africa	October 2001, Box 1.7
Information Technology and Growth in Emerging Asia	October 2001, Box 3.3
The IT Slump and Short-Term Growth Prospects in East Asia	October 2001, Box 3.5
The Effects of the September 11 Attacks on the Caribbean Region	December 2001, Box 3.3
Debt Crises: What's Different About Latin America?	April 2002, Chapter II
Foreign Direct Investment in Africa	September 2002, Box 1.6

Перспективы развития мировой экономики

ОТДЕЛЬНЫЕ ТЕМЫ, 2000–2008 ГОДЫ

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 II
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 внешнеэкономических показателей стран зоны евро?	Сентябрь 2005 года, вставка 1.3
Усиление давления на африканские страны-производители хлопка	Сентябрь 2005 года, вставка 1.5
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
 Исследования персонала МВФ для «Перспектив развития мировой экономики»	
The Great Contraction in Russia, the Baltics, and Other Countries of the Former Soviet Union: A View from the Supply Side <i>Mark De Broeck and Vincent Koen</i>	May 2000

XI. Анализ по отдельным странам

Turkey's IMF-Supported Disinflation Program	May 2000, Box 2.1
Productivity and Stock Prices in the United States	May 2000, Box 3.1
India: Reinvigorating the Reform Process	May 2000, Box 4.2
Risky Business: Output Volatility and the Perils of Forecasting in Japan	October 2000, Box 1.2
China's Prospective WTO Accession	October 2000, Box 1.3
Addressing Barter Trade and Arrears in Russia	October 2000, Box 3.3
Fiscal Decentralization in Transition Economies: China and Russia	October 2000, Box 3.5
Accession of Turkey to the European Union	October 2000, Box 4.3
Japan's Recent Monetary and Structural Policy Initiatives	May 2001, Box 1.3
Japan: A Fiscal Outlier?	May 2001, Box 3.1
Financial Implications of the Shrinking Supply of U.S. Treasury Securities	May 2001, Box 3.2
The Growth-Poverty Nexus in India	October 2001, Box 1.6
Has U.S. TFP Growth Accelerated Outside of the IT Sector?	October 2001, Box 3.2
Fiscal Stimulus and the Outlook for the United States	December 2001, Box 3.2

Argentina: An Uphill Struggle to Regain Confidence	December 2001, Box 3.4
China's Medium-Term Fiscal Challenges	April 2002, Box 1.4
Rebuilding Afghanistan	April 2002, Box 1.5
Russia's Rebounds	April 2002, Box 1.6
Brazil: The Quest to Restore Market Confidence	September 2002, Box 1.4
Where Is India in Terms of Trade Liberalization?	September 2002, Box 1.5
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 II
China's Emergence and Its Impact on the Global Economy	April 2004, Chapter II
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	<i>Перспективы развития мировой экономики</i> Апрель 2008, глава IV
Увеличение парка личного автотранспорта в странах с формирующимся рынком — последствия для изменения климата	Апрель 2008, вставка 4.1
Южная Азия — пример воздействия резкого климатического шока	Апрель 2008, вставка 4.2
Макроэкономическая политика более плавной стабилизации при резких климатических шоках	Апрель 2008, вставка 4.3
Страхование катастроф и облигации на катастрофы — новые инструменты для хеджирования экстремальных погодных рисков	Апрель 2008, вставка 4.4
Последние инициативы в рамках политики сокращения выбросов	Апрель 2008, вставка 4.5
Сложности разработки внутренней политики смягчения воздействия	Апрель 2008, вставка 4.6

World Economic Outlook, October 2008
(Russian)

