



Дифференцированное ВОЗДЕЙСТВИЕ

Пелин Беркмен, Гастон Джелос, Роберт Реннхак и Джеймс П. Уолш

От мирового финансового кризиса, начавшегося в странах с развитой экономикой, пострадал экономический рост в остальном мире в 2008–2009 году. При этом некоторые страны справились с кризисом лучше других. Объясняются ли их более высокие показатели различиями в степени открытости для торговли или финансовой открытости, в базовой уязвимости по отношению к внешним силам или силе их экономической политики, которая помогла им оградить себя от глобальных шоков?

Для изучения причин, по которым некоторые страны справились с кризисом лучше других, мы сосредоточились на пересмотре прогнозов роста валового внутреннего продукта (ВВП) до и после кризиса для выборки 40 стран с формирующимся рынком и более крупной выборки из 126 развивающихся стран (в том числе стран с формирующимся рынком). Затем мы оценили важность целого ряда факторов, которыми, возможно, объясняются различия в масштабе пересмотров прогнозов. Использование изменений в прогнозах позволяет нам обойти многие трудные вопросы — например, учесть различия в темпах роста, вытекающие из различий в уровне развития или этапов экономичес-

кого цикла, или другие факторы, не связанные с воздействием кризиса. Кроме того, это позволяет нам включить ожидаемое краткосрочное воздействие мер политики. Мы использовали прогнозы частных аналитиков из *Consensus Forecasts* (Consensus Economics) для расчетов изменения в прогнозах роста на 2009 год в период между январем–июнем 2009 и январем–июнем 2008 года. Мы также использовали изменения в прогнозах роста издания Международного Валютного Фонда «Перспективы развития мировой экономики» (ПРМЭ).

Пересмотры прогнозов роста на 2009 год варьируются от (–18) процентов до (–1,5) процента, с наибольшим снижением темпов роста в странах Восточной Европы и Центральной Азии; последствия в Латинской Америке были намного менее значительными (см. рис. 1). Наш анализ показывает, что страны, внутренние финансовые системы которых отличались большей долей заемных средств и быстрым ростом кредитования частного сектора, обычно страдали от более значительного пересмотра их перспектив роста на понижение. Гибкость обменного курса явно помогла смягчить воздействие шока, поскольку странам с режимом с привязкой обменного курса пришлось значительно труднее.

Почему некоторые страны пострадали сильнее других во время глобального кризиса

Каким образом, вероятно, распространялся кризис

Кризис мог распространиться из стран с развитой экономикой на остальной мир несколькими путями, в том числе непосредственно через *торговые связи* и *финансовые связи*. Кроме того, в странах с *уязвимыми местами* — такими как большие дефициты счета текущих операций, высокая задолженность, низкий уровень резервов или сильный рост кредита — более вероятным было сильное воздействие глобального экономического спада. И наоборот, страны, проводившие эффективную *экономическую политику*, характеризующуюся гибким валютным курсом, прочной бюджетной позицией или внушающей доверие институциональной основой, должны были лучше выдержать кризис.

Для 40 стран с формирующимся рынком *финансовые факторы*, по всей видимости, были решающими в определении

масштаба пересмотров показателей роста. В частности, страны, пережившие сильные кредитные бумы, оказались более уязвимыми во время спада: леверидж, измеряемый отношением кредита к депозитам, и кумулятивный рост кредита оказались важными независимыми переменными в самых разных условиях. Результаты указывают, что если бы в странах, относящихся к квартилю с самым высоким уровнем левериджа в выборке (в среднем составляющим почти 185 процентов ВВП), наблюдались бы такие же коэффициенты левериджа, как в странах, относящихся к квартилю с самым низким уровнем левериджа (83 процента), прогнозы темпов их роста пересматривались бы в меньшей степени — в среднем, на 4,1 процентного пункта. Влияние на рост кредита лишь немногим слабее: если бы в четверти стран с самым быстрым кумулятивным ростом кредита (составлявшим в среднем почти 350 процентов) кредит рос такими же темпами, как в странах, относящихся к квартилю с самым медленным ростом кредита (составлявшим в среднем всего лишь 14 процентов), прогнозы темпов их роста пересматривались бы в меньшей степени на 3,3 процентного пункта (см. рис. 2).

В странах с *более гибкими обменными курсами* прогнозы темпов роста пересматривались в меньшей степени. В большинстве случаев прогнозы роста пересматривались на понижение для стран с привязкой валютного курса в большей степени (в среднем, более чем на 2 процентных пункта) по сравнению со странами с более гибким валютным курсом.

Запас международных валютных резервов — измеряемый разными способами, такими как доля в ВВП, отношение к экспорту или краткосрочному долгу, — не оказывал статистически значимого влияния на пересмотр прогнозов роста. Такой результат аналогичен выводам Бланшара (2009). Это может отражать возможность резкого снижения стоимости международных резервов, когда они превышают уровень, который считается достаточным для того, чтобы предохранить от рисков. В действительности у нескольких стран с наиболее значительным пересмотром прогнозов роста, особенно в Центральной и Восточной Европе, уровни международных резервов были близки к некоторым, менее затронутым кризисом, странам в Европе и Латинской Америке.

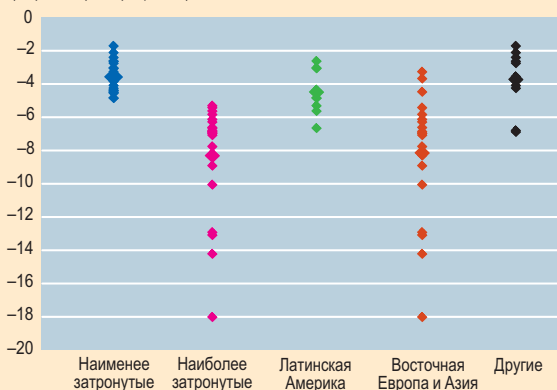
В сфере *налогово-бюджетной политики* данные менее убедительны, и имеются отдельные подтверждения того, что первичный фискальный разрыв (разница между фактическим первичным сальдо и сальдо, соответствующим удержанию отношения государственного долга к ВВП на постоянном уровне) непосредственно связан с более высокими показателями. Это соответствует представлению о том, что страны, проводившие

Рисунок 1

Пересмотр в сторону понижения

Мировой экономический спад вынудил составителей прогнозов изменить прогнозы роста для большинства стран. Показатели Латинской Америки значительно лучше Восточной Европы и Центральной Азии.

(Пересмотр, в процентах)



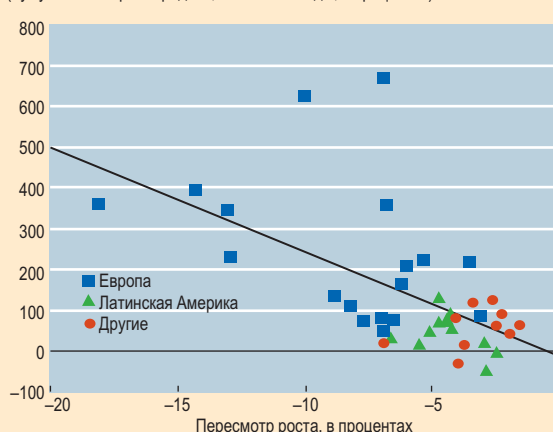
Источник: расчеты авторов на основе Consensus Economics.

Рисунок 2

Резкое увеличение кредита

Страны с быстрым ростом кредита в среднем столкнулись с более значительным пересмотром прогнозов их объема производства, чем страны с меньшим ростом кредита.

(Кумулятивный рост кредита, 2005–2007 годы, в процентах)



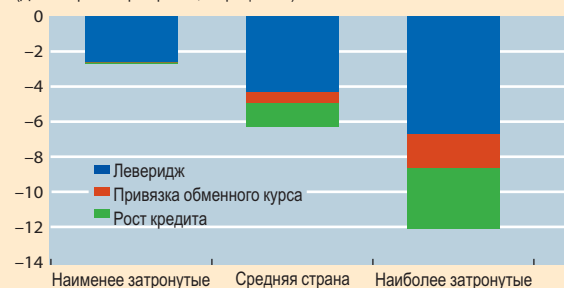
Источники: расчеты авторов на основе Consensus Economics и «Международная финансовая статистика» МВФ.

Рисунок 3

Дело в заимствовании

Левериджем объясняются фактически все пересмотры роста в наименее затронутых странах, две трети — в средней стране и приблизительно половина — в наиболее пострадавших странах.

(Доля пересмотров роста, в процентах)



Источник: расчеты авторов.

осмотрительную налогово-бюджетную политику до мирового кризиса, в меньшей степени подвергались кризисам доверия и имели больше возможностей для принятия мер по стимулированию во время спада.

Торговые связи

Мы также использовали набор данных прогнозов издания «Перспективы развития мировой экономики» (имеющих более широкий охват, чем *Consensus Forecasts*) для изучения пересмотра прогнозов роста 126 развивающихся экономик (включая страны с формирующимся рынком), с тем чтобы выяснить, имели ли значение другие каналы, такие как торговые связи, для более широкого набора стран.

Финансирование торговли, объем которого резко снизился в конце 2008 года, было финансовым каналом, повлиявшим почти на все страны, включая развитые, с формирующимся рынком и развивающиеся страны.

Интересно, что торговый канал представляется в этой выборке важным, правда не для стран с формирующимся рынком. Несмотря на то, что степень открытости торговли не представляется решающей, структура торговли имеет существенное значение. В частности, доля биржевых товаров (как продовольственных, так и в целом) в совокупном экспорте связана с уменьшением масштабов пересмотра прогнозов роста на понижение. Доля продукции обрабатывающей промышленности в совокупном экспорте связана с ухудшением показателей роста для всех развивающихся стран, что уже отмечалось в издании МВФ «Перспективы развития региональной экономики Азии/Тихоокеанского региона» (2009). Это соответствует представлению о том, что по странам-экспортерам товаров обрабатывающей промышленности в страны с развитой экономикой, по всей видимости, сильно ударило снижение спроса на этих рынках, тогда как страны-экспортеры продовольствия пострадали в меньшей степени.

В более общем плане результаты соответствуют представлению о том, что шоки обычно передаются странам с более слабыми финансовыми связями с миром (таким как страны с низким уровнем дохода) главным образом через торговлю, тогда как финансовый канал более важен для стран, имеющих тесные финансовые связи со странами с развитой экономикой, в которых начался кризис. Очевидно, что финансирование торговли, объем которого резко снизился в конце 2008 года, было финансовым каналом, повлиявшим почти на все страны, включая развитые, с формирующимся рынком и развивающиеся страны.

Уроки экономической политики

Для стран с формирующимся рынком основным методом передачи шока представляются финансовые каналы, особенно посредством быстрого роста кредита и высокого левериджа, при усугублении ущерба привязкой обменных курсов. Левериджем объясняются фактически все пересмотры прогнозов роста для наименее затронутых кризисом стран в выборке, приблизительно две трети пересмотров для средне затронутой страны и немногим более половины пересмотров для наиболее затронутых кризисом стран (см. рис. 3). Ростом кредита объясняется

значительная доля пересмотров прогнозов роста для средней страны, а также наиболее пострадавших от кризиса стран. Ни в одной из наименее затронутых стран в выборке действовала привязка курса; ограниченной гибкостью обменного курса объясняется значительная часть пересмотров прогнозов роста наиболее затронутых кризисом стран. По некоторым данным, торговые связи также сыграли определенную роль в передаче кризиса, особенно среди развивающихся стран, не относящихся к странам с формирующимся рынком.

Эта попытка объяснить на раннем этапе, почему некоторые развивающиеся страны и страны с формирующимся рынком справились с кризисом лучше других, подсказывает несколько предварительных уроков экономической политики.

- Гибкость обменного курса имеет решающее значение для смягчения воздействия сильных шоков.

- Пруденциальное регулирование и надзор должны стремиться к предотвращению кумулятивной уязвимости, особенно связанной с кредитными бумагами, такой как чрезмерный леверидж банков.

- В некоторой, менее значительной, степени подтверждается представление о том, что прочная бюджетная позиция в хорошие времена создает определенные буферы, позволяющие странам проводить антициклическую бюджетную политику во время шоков, подобных тому, который был вызван мировым кризисом.

Эти результаты носят предварительный характер. Для более глубокого понимания воздействия ответных мер политики и других институциональных и структурных факторов на продолжительность рецессий в каждой стране, а также темпов и масштаба восстановления роста при подъеме экономики потребуются дополнительные исследования. ■

Пелин Беркмен — экономист, а Джеймс П. Уолли — старший экономист в Департаменте стран Азиатско-Тихоокеанского региона МВФ. Гастон Джелос — постоянный представитель МВФ в Аргентине и Уругвае, а Роберт Реннхак — заместитель директора Департамента стран Западного полушария МВФ.

Настоящая статья основана на рабочем документе МВФ, IMF Working Paper 09/280, “The Global Financial Crisis: Explaining Cross-Country Differences in the Output Impact.”

Литература

Blanchard, Olivier, 2009, “Global Liquidity Provision,” presentation at the Financial and Banking Conference of the Central Bank of Argentina, August 31.

Consensus Economics, *Consensus Forecasts* (various issues).

Международный Валютный Фонд, *Перспективы развития мировой экономики, разные выпуски* (Вашингтон).

———, 2009, *Перспективы развития региональной экономики Азии/Тихоокеанского региона* (Вашингтон, май).

МВФ Книжный магазин
Книжный магазин онлайн Международного Валютного Фонда

Посетите новый интернет-магазин МВФ на сайте
www.imfbookstore.org