



# Их чаша переливается через край

Кризисы на финансовых рынках США и Соединенного Королевства вызвали вторичные эффекты для остального мира, что объясняет синхронизированность глобального спада

Австралийская пшеница, готовая к отправке на экспорт.

Трунг Буи и Тамим Байоуми

**Н**ЕДАВНИЙ глобальный кризис — по всем показателям являющийся самым глубоким и масштабным с 1930-х годов — перевел общее внимание на вопрос переноса негативных вторичных эффектов между странами. Действительно ли масштабы и характер финансовых проблем привели к синхронизированному глобальному спаду? Иными словами, если бы мы предвосхитили огромные финансовые проблемы в США (и Соединенном Королевстве) до кризиса, предсказали бы мы синхронизированный глобальный спад? Есть веские причины, чтобы ответить на этот вопрос твердым «да».

## Выявление вторичных эффектов

Понимание международных циклов деловой активности всегда было непростой задачей. Нам известно, что спады и подъемы в разных странах являются связанными, особенно с экономическим циклом в США. Но при этом сложно выяснить, определяют ли глобальные потрясения (такие как всплески цен на нефть) динамику делового цикла в США, или потрясения в США (в денежно-кредитной политике и прочие) определяют динамику ситуации на глобальном уровне. Общепринятая точка зрения, что «когда США чихают, мир простужается», указывает на то, что влияние идет от США на остальную мировую экономику, что сложно проверить статистически.

Более того, чтобы распутать глобальную паутину взаимосвязей между деловыми циклами, необходимо провести внимательный анализ относительной значимости ключевых взаимосвязей в области торговли, финансовых рынков и цен на биржевые товары. За последние двадцать лет объем мировой торговли увеличился в три раза, а объем международных финансовых потоков вырос в девять раз. Однако экономистам, как правило, не удавалось должным образом разделить эти различные (и, возможно, взаимосвязанные) каналы взаимовлияний. Недавний кризис, без сомнений, начался в финансовом секторе США. Являются ли финансовые взаимосвязи настолько значимыми, что они играют доминирующую роль относительно традиционных торговых каналов взаимовлияния в основных регионах промышленно развитых стран?

В недавней статье Bayoumi and Bui (2010) приводятся результаты основанного на работе Bayoumi and Swiston (2009) расширенного исследования взаимовлияний темпов роста реального валового внутреннего продукта (ВВП) между экономическими регионами с развитой экономикой: США, зоной евро, Японией

и Соединенным Королевством. Поскольку задача также заключалась в том, чтобы построить модель глобальных потрясений, в исследование был дополнительно включен агрегатный показатель, составленный из более мелких промышленно развитых стран с самыми различными экономическими структурами и географическим расположением, экономическую динамику в которых можно считать правдоподобно отражающей глобальные потрясения. В работе использованы данные за период с начала 1970-х годов по конец 2007 года для выявления размеров вторичных эффектов между этими крупными регионами и каналах, определяющих их распространение. К сожалению, такой выбор начальной даты не позволяет использовать данные по многим странам с формирующимся рынком, в том числе по Китаю. Кроме того, зона евро как таковая была сформирована только в конце 1990-х годов, хотя центральная группа стран континентальной Европы продолжала свой длительный процесс экономической интеграции в течение всего периода выборки.

Для определения направления причинно-следственных связей в работе используется новая методика, согласно которой проводится оценка того, как изменения в глубине межстрановых потрясений с течением времени корреспондируют с увеличением или уменьшением количества связей между странами (Rigobon, 2003). В грубой форме это означает, что, например, если потрясения в США оказываются более крупными, чем в Японии, в то же время, когда темпы роста в США становятся более тесно связанными с темпами роста в Японии, предполагается, что большая часть вторичных эффектов распространяется от США в сторону Японии. Логика здесь заключается в том, что более значительные потрясения в США ведут к более высоким наблюдаемым корреляциям. Используя некоторый диапазон правдоподобных изменений в поведении стран можно оценить степень неопределенности, связанной с выявленным направлением причинно-следственных связей. В отличие от этой методики, при традиционном подходе к данному вопросу требуется принятие предпосылок относительно направления причинно-следственных связей, а не их оценка на основе имеющихся данных. Полученные в работе результаты указывают на то, что общие предпосылки относительно направления причинно-следственных связей, принимаемые в традиционном подходе, отвергаются данными. Кроме того, при используемом подходе есть возможность разложения источников межстрановых вторичных эффектов на различные каналы за счет использования переменных, представляющих

возможные каналы для заданного цикла (вклад экспорта в рост в США, зоне евро и Японии для измерения торговых связей; изменения в фондовых ценах, доходности облигаций и краткосрочных процентных ставках в тех же самых регионах для измерения финансовых связей; цены на нефть и на биржевые товары, не связанные с нефтью, — для связей по биржевым товарам).

### Международные вторичные эффекты. Направление и величина

В работе рассчитана величина вторичных эффектов, сказывающихся на других регионах и возникающих вследствие потрясения в размере 1 процента реального ВВП в США, зоне евро, Японии, Соединенном Королевстве и остальном мире (см. рис. 1). Первый график на рисунке, где отражается влияние 1-процентного потрясения реального ВВП США на другие регионы, свидетельствует о том, что потрясения в США вызывают значительные краткосрочные вторичные эффекты, которые с течением времени постепенно накапливаются. После двух лет такое потрясение повышает реальный ВВП в других регионах на 0,4–1 процентный пункт, что представляет собой значимый вторичный эффект, учитывая, что США торгуют меньше на международном уровне, чем другие страны. Вторичные эффекты, как правило, являются статистически значимыми, даже если принимать во внимание неопределенность, связанную с направлением причинно-следственных связей между регионами.

И наоборот, вторичные эффекты, создаваемые зоной евро, как правило, сначала имеют приблизительно такую же величину, как и у США, но уменьшаются и становятся незначимыми (группа остального мира представляет собой исключение, к которому мы вернемся). Вторичные эффекты, создаваемые Японией для других регионов, в общем случае являются слабыми и незначимыми, что в целом согласуется с минимальным влиянием на мировой рост «потерянного десятилетия» Японии 1990-х годов. Остальные два региона показывают значительные и растущие со временем вторичные эффекты, но имеющие противоположные знаки. Положительное потрясение реального ВВП Соединенного Королевства ведет с течением времени к повышению объема производства в других регионах (кроме региона «остальной мир»). Интересно, что влияние на (значительно большую) экономику зоны евро с течением времени устойчиво увеличивается. Соответственно, хотя краткосрочные вторичные воздействия, как правило, направлены от зоны евро в сторону Соединенного Королевства, в долгосрочном плане верно обратное. И наконец, более высокий объем производства в остальном мире, как правило, ведет к более низкой активности в других основных регионах.

Есть ли какое-либо интуитивное объяснение этих результатов? Мы считаем, что да. Отметим, что два региона, где расположены крупнейшие финансовые центры, создают положительные вторичные эффекты, которые постепенно увеличиваются с течением времени. Они крупнее в случае США, которые играют более заметную роль на глобальных финансовых рынках и имеют больший размер экономики, чем Соединенное Королевство (в самом деле, учитывая высокую степень интернационализации финансовой системы Соединенного Королевства, значительная часть потрясений в этой стране вполне может отражать ситуацию на глобальных финансовых рынках). В отличие от этого, вторичные эффекты зоны евро, связи которой с другими регионами основаны в значительной мере на торговле, уменьшаются с течением времени; Япония, менее открытая для торговли, чем зона евро, и имеющая ограниченное присутствие в качестве финансового центра, создает небольшие вторичные эффекты.

Вторичные эффекты, создаваемые остальным миром (который здесь включает несколько производителей биржевых товаров, в частности, Австралию, Канаду и Новую Зеландию), как представляется, в основном отражают потрясения цен на биржевые товары. Это объясняет, почему положительные потрясения реального ВВП в группе «остальной мир» создают негативные вторичные эффекты для других регионов. Этим также объ-

ясняется, почему положительные вторичные эффекты, создаваемые другими регионами для остального мира, приблизительно соответствуют размерам этих регионов относительно мировой экономики и потому их значимости в спросе на биржевые товары: вторичные эффекты являются наиболее крупными в случае США и зоны евро и при этом пренебрежимо малы в случае Соединенного Королевства. В целом, представляется, что финансовые потрясения в США и Соединенном Королевстве вместе с сюрпризами на рынке биржевых товаров определяют динамику глобального делового цикла, в то время как зона евро и Япония играют здесь относительно второстепенную роль.

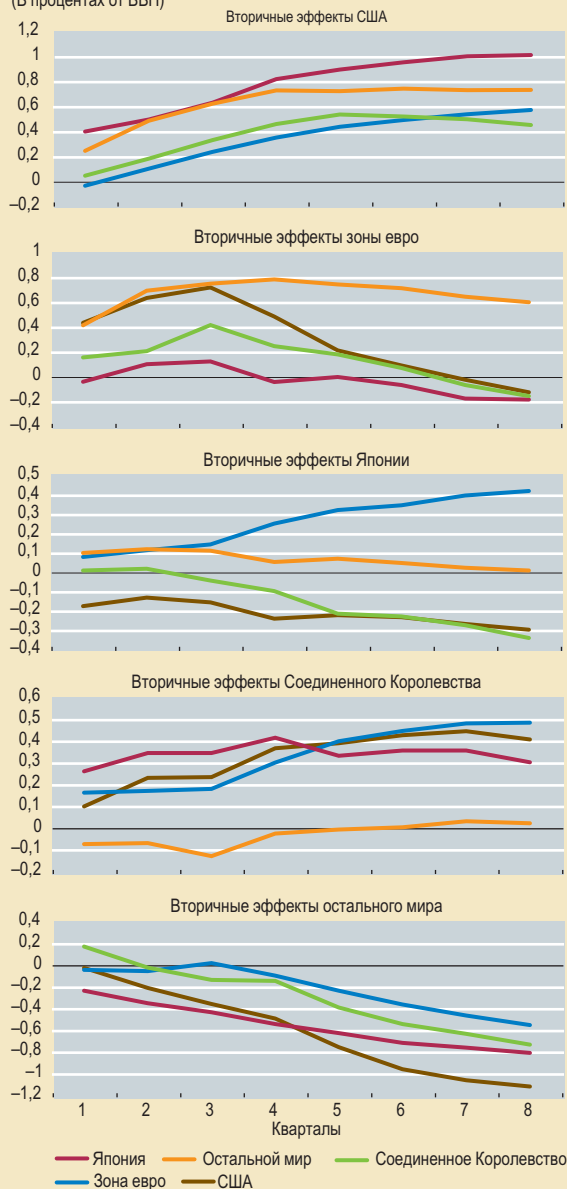
Мы исследуем вопрос о том, насколько правдоподобной является данная интерпретация международного делового цикла,

Рисунок 1

### Движущие силы делового цикла

Вторичные эффекты, создаваемые США и Соединенным Королевством, постепенно усиливаются с течением времени.

(В процентах от ВВП)



Источник: Vayoumi and Vui (2010).

Примечание. Последствия потрясения в размере 1 процента реального ВВП для всех остальных регионов в течение двух лет после шока.

двумя способами. Во-первых, мы рассматриваем, насколько она объясняет «Великую умеренность» — повсеместное падение макроэкономической изменчивости в широком круге стран с развитой экономикой, — возникшую в 1980-х годах. Анализируя результаты по первой и второй половинам нашей выборки, мы обнаружили, что уменьшение величины потрясений в США и Соединенном Королевстве было намного более значительным, чем в других регионах (а в Японии с течением времени потрясения даже увеличивались в размерах). Эти результаты указывают на то, что Великая умеренность отражала, прежде всего, уменьшение потрясений в двух странах с крупнейшими финансовыми центрами и что это обстоятельство создало более стабильную среду для остального мира.

### Источники вторичных эффектов

Наша вторая проверка заключается в более непосредственном исследовании источников вторичных эффектов, чтобы выяснить, соответствуют ли они нашим предположениям, что США и Соединенное Королевство характеризуются относительно сильными финансовыми связями, а остальной мир характеризуется относительно сильными связями в области биржевых товаров. Результаты этого анализа показаны на рисунке 2. Размеры каждого из столбцов на диаграмме представляют среднюю величину вторичных эффектов (на протяжении двух лет) для каждого региона: примерно половину одного процента для США, четыре десятых для остального мира, несколько меньше для зоны евро и Соединенного Королевства, и пренебрежимо малую величину для Японии. Зона евро является удобной точкой отсчета, поскольку в ее случае доли вторичных эффектов, приходящиеся на финансовые, торговые и связанные с биржевыми товарами факторы, являются примерно равными. И, наоборот, в случае США и (особенно) Соединенного Королевства факторы финансового рынка являются доминирующими; в случае остального мира ведущую роль играют факторы, связанные с биржевыми товарами. Для выявления этих связей используется совершенно отдельный подход, не связанный с методами, с помощью которых оцениваются размеры вторичных эффектов, что дополнительно подтверждает нашу исходную гипотезу, что вторичные эффекты, создаваемые США и Соединенным Королевством, в основном имеют финансовый характер, а в остальном мире они в основном связаны с рынками биржевых товаров.

### Объяснение текущего кризиса

Полученные в рассматриваемой работе результаты помогают объяснить глобальный характер подъема в течение 2000-х годов

и глубину последовавшего за ним глобального спада. Ряд позитивных потрясений в США и Соединенном Королевстве, а также на глобальных рынках вызывал глобальный финансовый бум, вторичные эффекты которого подтолкнули рост во всех крупнейших странах с развитой экономикой. Однако этот бум посеял и семена собственного краха, в том числе в форме синхронизированного ряда повышений цен на биржевые товары. Когда «финансовый пузырь» на жилищном рынке США начал сду-

## Финансовые потрясения, источником которых являются США и Соединенное Королевство, оказывают огромное воздействие на остальную глобальную экономику.

ваться в конце 2007 года, вскоре после чего начались проблемы на жилищном рынке Соединенного Королевства и на глобальном финансовом рынке, эти потрясения в конечном счете потянули страны с развитой экономикой вниз, несмотря на крупные денежно-кредитные и бюджетные интервенции. Это подтверждает нашу предпосылку о важности финансовых связей и о том, что финансовые потрясения, источником которых являются США и Соединенное Королевство, оказывают огромное воздействие на остальную глобальную экономику.

При этом мы полностью признаем, что нет возможности учесть все феномены, проявившиеся во время кризиса. Чрезвычайно сильная синхронизация спада в значительной мере является следствием финансовой паники, произошедшей после банкротства инвестиционного банка Lehman Brothers в США и последовавшего затем резкого прекращения расходов на широко участвующие в мировом торговом обороте потребительские товары длительного пользования и инвестиционные товары, что, в свою очередь, вызвало краткие, но резкие внешние эффекты внешнеторгового характера (Kose, Otrok, and Prasad, 2010). Однако, что согласуется с полученными нами результатами относительно краткосрочности влияния потрясений в торговле на экономическую активность, страны с формирующимся рынком, которые были связаны с развитыми странами преимущественно через торговые каналы, действительно демонстрируют быстрое восстановление экономики. В то же время экономическое оживление в странах с развитой экономикой, имеющих более развитые финансовые взаимосвязи, оказывается более медленным и болезненным. ■

*Трунг Буи — исследователь, а Тамим Байоуми — старший советник в Департаменте стратегии, политики и анализа МВФ.*

#### Литература:

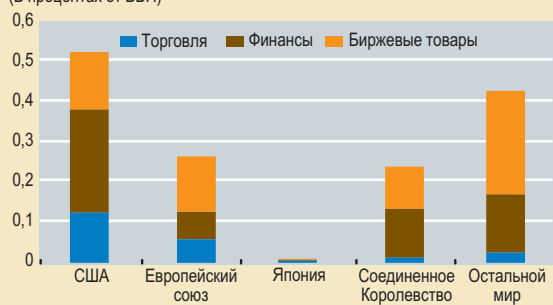
- Bayoumi, Tamim, and Andrew Swiston, 2009, “Foreign Entanglements: Estimating the Source and Size of Spillovers across Industrial Countries,” *IMF Staff Papers*, Vol. 56, No. 2, pp. 353–83.
- Bayoumi, Tamim, and Trung Bui, 2010, “Deconstructing the International Business Cycle: Why Does a U.S. Sneeze Give the Rest of the World a Cold?” forthcoming *IMF Working Paper* (Washington: International Monetary Fund).
- Kose, M. Ayhan, Christopher Otrok, and Eswar Prasad, 2008, “How Much Decoupling? How Much Converging?” *Finance & Development*, Vol. 45, No. 2, pp. 36–40.
- Rigobon, Roberto, 2003, “Identification through Heteroskedasticity,” *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 85, No. 4, pp. 772–92.

Рисунок 2

### Финансовые связи

Вторичные эффекты, создаваемые США и Соединенным Королевством, в основном имеют финансовый характер; в остальном мире доминирующую роль играют вторичные эффекты, связанные с рынками биржевых товаров.

(В процентах от ВВП)



Источник: Bayoumi and Bui (2010).

Примечание. Вклад в среднюю величину вторичных эффектов на протяжении двух лет для всех остальных регионов вследствие потрясения в каждой стране в размере 1 процента реального ВВП.