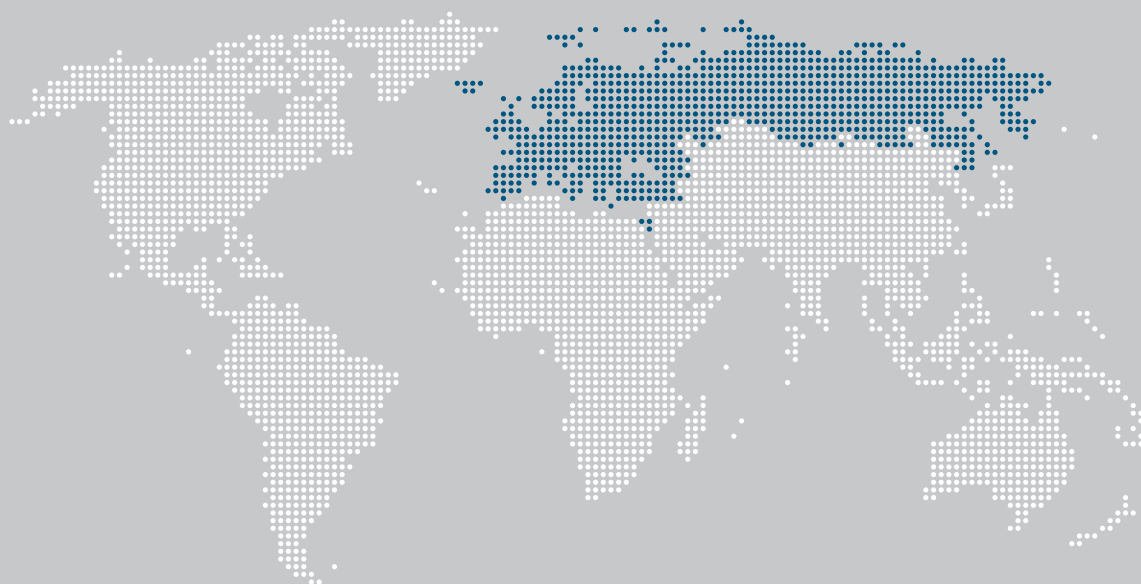


Перспективы развития региональной экономики

Европа

Преодоление шоков

.....



ОКТАБРЬ **08**

Обзоры мировой экономики и финансов

Перспективы развития региональной экономики

Европа

Преодоление шоков

.....

ОКТАБРЬ
08

©2008 International Monetary Fund

Перевод на русский язык ©2008 Международный Валютный Фонд

Cataloging-in-Publication Data

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

Международный Валютный Фонд, 2008.

р. см. – (Обзоры мировой экономики и финансов)

«Преодоление шоков»

Russian translation of: Regional economic outlook : Europe.

Октябрь 2008 года.

Includes bibliographical references.

ISBN 978-1-58906-777-6

1. Prices – Europe. 2. Credit – Europe. 3. Labor mobility – Europe. 3. Europe – Economic conditions – 1945- 4. Europe – Economic conditions – Statistics. I. International Monetary Fund. II. Series (World economic and financial surveys) III. Title.
HC240 .R44518 2008

Просьба присылать заказы по адресу:

International Monetary Fund, Publication Services
700 19th St. N.W., Washington, D.C. 20431, U.S.A.

Телефон.: (202) 623-7430 Факс: (202) 623-7201

Электронная почта: publications@imf.org

Интернет: www.imf.org

Оглавление

Аналитическое резюме	vii
1. Перспективы: преодоление шоков	1
Страны с развитой экономикой	1
Страны с формирующимся рынком	11
2. Европа в условиях высоких цен на биржевые товары	21
Бурный рост цен на биржевые товары: причины и перспективы	21
Инфляционные последствия повышения цен на биржевые товары в странах с развитой экономикой	23
Инфляционные последствия повышения цен на биржевые товары в странах с формирующимся рынком	25
Ответные меры политики	30
Выводы для экономической политики	35
3. Европейский кредитный цикл: расхождения в схемах	41
Обзор	41
Уязвимость в случае изменений финансовых условий	43
Заемствование под обеспечение: каким образом усиливаются финансовые циклы?	49
От финансовых условий к макроэкономике	53
Трансграничное кредитование: дальнейшие выгоды и риски	63
Каковы же выводы для экономической политики?	66
4. Трансграничные потоки рабочей силы в новых государствах-членах: структура и задачи на будущее	71
Обзор	71
Структура	72
Литература	87
Вставки	
1. Насколько сильной валютой является евро?	3
2. Государствам Балтии предстоят более трудные времена	14
3. Россия: решение проблем, связанных с резким приростом экспорта биржевых товаров	18
4. Воздействие шоков изменения цен на биржевые товары на инфляцию в некоторых европейских странах с развитой экономикой	26
5. Перспективы развития инфляции в зоне евро	28
6. Эффект снижения налогов на бензин	32
7. Последствия высоких цен на нефть для потенциальных объемов производства в Европе	36
8. Имеет ли значение, чем вызван энергетический дисбаланс?	38
9. Европейская секьюритизация и возможное возрождение финансового новаторства	44
10. Институциональные характеристики ипотечных рынков в Европе	51

ОГЛАВЛЕНИЕ

11. Финансовая интеграция и экономический рост: связаны ли они друг с другом, и каким образом?	65
12. Антициклическое создание резервов на случай потерь, вызванных кредитным риском: опыт Испании	68
13. Трансграничная финансовая стабильность в ЕС: каково положение в настоящее время?	69
14. Миграция и экономическая конвергенция в НГЧ	81

Таблицы

1. Страны Европы: темпы роста реального ВВП и инфляция ИПЦ, 2006–2009 годы	6
2. Страны Европы: внешние и бюджетные сальдо, 2006–2009 годы	12
3. Реакция инфляции цен на продукты питания и энергоносители внутри страны на шоки инфляции международных цен на биржевые товары	29
4. Реакция базовой инфляции на шоки для внутренней инфляции цен на продукты питания и энергоносители	30
5. Страны Европы с развивающимся рынком и развивающиеся страны: меры политики в ответ на инфляционное давление	31
6. Отдельные европейские страны. Финансовое состояние и реальная деятельность: корреляции и разложение дисперсии	60
7. Усиление изменчивости в результате усиления процикличности кредитования при финансовых трансграничных вторичных эффектах и без таковых	65
8. Новые государства-члены: чистые темпы миграции, 1992–2007 годы	73
9. Страны происхождения наиболее крупных иммиграционных потоков в европейских государствах-членах ОЭСР, 2000 и 2005 годы	73
10. Новые государства-члены: чистые темпы миграции в разбивке по возрастным группам, 2004–2006 годы	74

Рисунки

1. Основные краткосрочные показатели	2
2. Европа и США. Темпы роста реального ВВП, 2001–2009 годы	5
3. Оценка смещений глобальной цены риска, 2007–2008 годы	8
4. Спреды трехмесячных межбанковских курсов по отношению к ожидаемым ставкам интервенции, 2007–2008 годы	9
5. Изменения кредитных стандартов по займам и кредитам предприятиям, 2005–2008 годы	10
6. Экономический рост в странах Европы с формирующимся рынком, 2004–2009 годы	11
7. Инфляция в странах Европы с формирующимся рынком, 2004–2009 годы	13
8. Страны Европы с формирующимся рынком: годовой темп инфляции без учета энергии, продуктов питания, алкоголя и табачных изделий	13
9. Суверенные спреды, 25 июля 2007 года – 16 сентября 2008 года	16
10. Индекс ЕМВІ+ по странам Европы с формирующимся рынком, январь 2007 года – сентябрь 2008 года	16
11. Цены на металлы, продукты питания и нефть в реальном исчислении, 1960:І кв.–2008:ІІ кв.	21
12. Страны Европы с развитой экономикой и формирующимся рынком: воздействие повышения цен на продукты питания и топливо на общий уровень инфляции	22
13. Причины повышения цен на основные продукты питания	23
14. Общая и базовая инфляция, январь 2004 – август 2008 года	23

15. Инфляционные ожидания в зоне евро и Соединенном Королевстве, 2001–2008 годы	24
16. Затраты на рабочую силу в зоне евро, 2000: IV кв. – 2008: II кв.	24
17. Базовая инфляция	30
18. Инфляционные ожидания на предстоящие 12 месяцев, 2005–2008 годы	30
19. Изменения удельных затрат на рабочую силу, 2005–2007 годы	31
20. Резистентность заработной платы и ошибочная политика	34
21. Поток заимствования в отдельных странах ЕС: сектора корпораций и домохозяйств, 2002–2006 годы	47
22. Долг корпораций и домохозяйств в отдельных странах ЕС, 2002–2006 годы	48
23. Средние изменения в ценах активов, 2002–2006 годы	48
24. Заимствование с обеспечением на ипотечном рынке, 2002–2006 годы	49
25. Финансовый акселератор в экономиках, характеризующихся различными лимитами заимствования — функциями реакции на импульсы негативного шока базовой производительности	54
26. Индексы финансового состояния для сектора корпораций: динамика и воздействие, 2003–2008 годы	55
27. Доля вариаций объема производства под влиянием шоков кредита и цен активов	62
28. Цикличность кредитования и чувствительность роста кредита к изменениям цен активов, 2003–2008 годы	63
29. Цикличность кредитования и макроэкономическая изменчивость, 2003–2008 годы	63
30. Измерение распределения риска среди европейских стран	64
31. Измерение трансграничных финансовых вторичных эффектов: реакция финансовой переменной на снижение курса акций в США на одну стандартную ошибку	66
32. Укрепление стабильности благодаря ослаблению цикличности кредитования	67
33. Резиденты НГЧ-8 в странах ЕС-15, 2000–2006 годы	73
34. Германия: сезонные рабочие-мигранты, 1995–2007 годы	74
35. Новые государства-члены: доход на душу населения относительно ЕС-27, 2000 и 2007 годы	75
36. Иммитационное моделирование изменений производительности, иностранной рабочей силы, потребления и выпуска продукции	76
37. Иммитационное моделирование изменений относительных цен, счета текущих операций, торгового баланса и уровня заработной платы	78
38. Новые государства-члены: изменения уровня реальной заработной платы, 2004 год – I квартал 2008 года	80
39. Новые государства-члены: коэффициенты вакантных рабочих мест, 2005–2007 годы	80
40. Изменение численности иностранной рабочей силы в условиях перегрева экономики и без перегрева экономики (иммитационное моделирование)	83
41. Влияние спада деловой активности на численность иностранной рабочей силы (Иммитационное моделирование)	84
42. Новые государства-члены: уровень занятости, 2000–2007 годы	85
43. Новые государства-члены: уровень безработицы, 2000–2008 годы	85

Авторами настоящего доклада «*Перспективы развития региональной экономики: Европа. Преодоление шоков*» являются Рудольфс Бемс, Атанасиос Вамвакидис, Эдда Золи, Дора Иакова, Сильвия Сгерри, Томас Харджис и Филип Шелекенс под общим руководством Аджея Чопры, Алессандро Леопольда и Люка Эверера. В его подготовке также принимали участие Чади Абдалла, Аллан Брюннер, Алессандро Галеси (Университет Пизы), Берtrand Грасс, Гевин Грей, Бориана Енчева, Ирина Иващенко, Джон Кифф, Дуглас Лакстон, Родольфо Лузио, Пол Моллс, Дерк Мур, Адития Нараин, Эмил Ставрев, Эндрю Тиффин, Вим Фонтейн и Мартин Чихак. Работа по подготовке *ППРЭ: Европа* координировалась Отделом региональных исследований Европейского департамента МВФ в тесном сотрудничестве с Отделом стран Европы Департамента денежно-кредитных систем и рынков капитала МВФ. Павел Лукьянцев, Хайан Ши, Доминик Ралисон-Раджаобелина и Томас Уолтер оказывали помощь в проведении исследований, административных вопросах и редактировании доклада. Марина Приморац из Департамента внешних связей координировала выпуск издания. Издание на русском языке подготовлено группой сотрудников Секции русского языка Отдела переводов, в состав которой вошли Александра Акчурина, Татьяна Воронова, Марина Мартон, Светлана Мозер, Константин Николаев, Олег Пивоваров, Юрий Шахов, Елена Фрейнкман и Елена Шевченко. Издание на русском языке координировала Александра Акчурина. Доклад подготовлен на основе имевшихся данных на 16 сентября 2008 года. Взгляды, выраженные в настоящем докладе, принадлежат персоналу МВФ и не должны рассматриваться как принадлежащие исполнительным директорам или официальным органам стран, которые они представляют.

Аналитическое резюме

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

1. Перспективы: преодоление шоков

Темпы экономического роста в Европе, остававшиеся устойчивыми в начале 2008 года, позднее существенно замедлились, главным образом в связи с продолжающимся воздействием внешних шоков. Инфляция возросла до уровней, не наблюдавшихся в течение десятилетия, однако, учитывая стабилизацию цен на биржевые товары и перспективу слабой экономической активности, ожидается, что инфляционное давление должно снизиться. Страны с развитой экономикой подвергались исключительно сильному финансовому стрессу, облегчение которого стало важнейшей задачей экономической политики. Для большинства стран с формирующимся рынком, где давление цен на ресурсы продолжается даже несмотря на замедление роста, главными задачами являются установление контроля над инфляцией и преодоление внешних дисбалансов. При этом необходимо подготовить планы на случай непредвиденных ситуаций для решения проблем, связанных с возможной финансовой нестабильностью.

Страны с развитой экономикой

Шоки цен на биржевые товары послужили одной из причин резкого замедления конъюнктуры и вызвали высокую инфляцию

Замедление экономической активности в странах Европы с развитой экономикой было вызвано в основном внешними факторами¹. Шоки цен на биржевые товары усилились в первой половине 2008 года, вызвав резкое повышение общего уровня инфляции и сократив реальный располагаемый доход и потребительский спрос (рис. 1). Финансовые потрясения, которые, как предполагалось, должны были сойти на нет, вместо этого вновь усилились в июне–июле 2008 года, когда крупные финансовые организации подверглись повторному давлению. Воздействие на Европу было

Примечание. Главными авторами настоящей главы являются Томас Харджис и Атанасиос Вамвакидис.

¹Для целей настоящего документа Европа подразделяется на страны с развитой экономикой и страны с формирующимся рынком. Последняя группа включает Албанию, Беларусь, Болгарию, Боснию и Герцеговину, Венгрию, Латвию, Литву, БЮР Македонию, Молдову, Польшу, Россию, Румынию, Сербию, Словацкую Республику, Турцию, Украину, Хорватию, Черногорию, Чешскую Республику и Эстонию. Все остальные страны Европы включены в группу стран с развитой экономикой.

прямым — через убытки банков и связанное с ними ужесточение финансовых условий для заемщиков, и косвенным — через ослабление спроса со стороны США, где потрясения брали свое начало. Кроме того, недостаточный прогресс в урегулировании глобальных дисбалансов по счетам текущих операций привел к непропорционально большому повышению курса евро по сравнению с его среднесрочным равновесным значением (вставка 1), что вызывало задержку экономического роста.

Шоки цен на биржевые товары играли важную роль в замедлении экономической активности в Европе, но в настоящее время их место заступило ужесточение финансовых условий. Шоки цен на биржевые товары негативно отразились на потреблении в ряде стран с развитой экономикой уже во второй половине 2007 года. Этот процесс достиг критической стадии во втором квартале 2008 года, когда уровень цен в зоне евро повысился почти на 2 процента по сравнению с первым кварталом, вызвав значительное сокращение потребления. Инвестиции, которые держались на устойчивом уровне, также сократились в связи с резким ослаблением доверия и проявившимися фактами, которые свидетельствовали об ухудшении последствий глобальных финансовых потрясений для Европы. Хотя зона евро первоначально противостояла негативным шокам несколько лучше, чем США, впоследствии ее темпы роста стали замедляться быстрее, так как снижение курса доллара и более экспансионистская денежно-кредитная политика содействовала поддержанию экономического роста в США.

В то же время общие темпы инфляции повысились до уровня, не наблюдавшегося в течение десятилетия, хотя имеются некоторые предварительные признаки того, что пик инфляции, возможно, был пройден в июне–июле 2008 года (рис. 1). В зоне евро общий темп инфляции, неоднократно повышавшийся в связи с целым рядом шоков цен на биржевые товары, стабилизировался на уровне 4 процентов в июле 2008 года, прежде чем понизиться до 3,8 процента в августе 2008 года в результате падения цен на энергоресурсы. Инфляция без учета энергии, продуктов питания, алкоголя и табачных изделий была относительно стабильной в течение всего периода, оставаясь на уровне ниже 2 процентов. Наблюдения по другим странам с развитой экономикой аналогичны, но повышательная тенденция общего уровня инфляции в Норвегии, Швеции и Соединенном Королевстве пока еще не достигла поворотной

Рисунок 1. Основные краткосрочные показатели

Резкий прирост цен на биржевые товары...



Источник: расчеты персонала МВФ.
1/ В долларах США, 2005 = 100.
2/ Среднее значение цен на нефть сортов U.K. Brent, Dubai, и West Texas Intermediate с равными весами.

...привел к повышению общего уровня инфляции,...



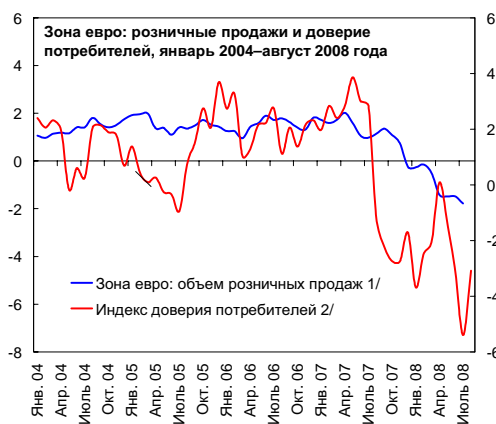
Источник: Евростат.
1/ Гармонизированный индекс инфляции потребительских цен (без учета энергии, продуктов питания, алкоголя и табачных изделий).

...снизив экономическую активность...



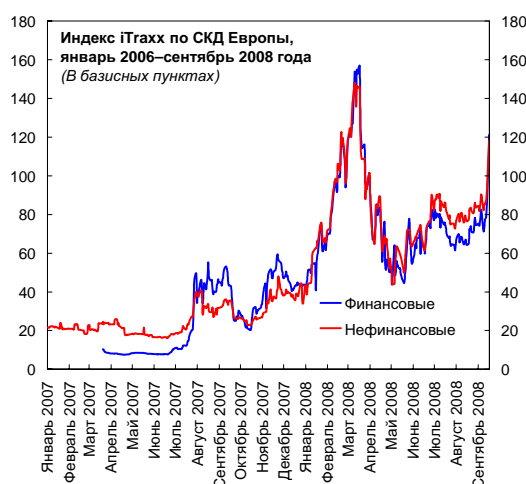
Источники: Евростат, Обследования производства и потребления Европейской комиссии; Haver Analytics; расчеты персонала МВФ.
1/ Скорректировано с учетом сезонных факторов. Отклонения от значения индекса, равного 50.
2/ Остаток в процентах; разница со значением тремя месяцами ранее.

...и доверие потребителей.



Источники: Евростат, Обследования производства и потребления Европейской комиссии; Haver Analytics; расчеты персонала МВФ.
1/ Трехмесячное скользящее среднее значение годовых процентных изменений.
2/ Остаток в процентах; разница со значением тремя месяцами ранее.

Финансовая напряженность возросла,...



Источник: Datastream.

...повысив стоимость финансирования.



Источник: Datastream.

Вставка 1. Насколько сильной валютой является евро?

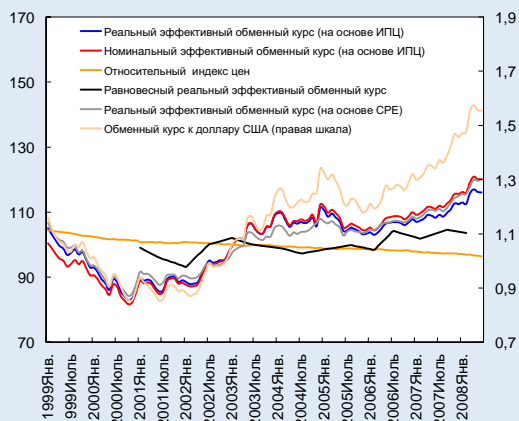
Накануне своей десятой годовщины евро сохраняет позицию, близкую к наиболее сильной за все время существования этой валюты, хотя трендовое повышение курса, которое началось в конце 2005 года, возможно, закончилось в августе 2008 года. Исходя из его текущего уровня, курс евро, по оценкам, вышел за пределы его фундаментального равновесного уровня, но на существенно меньшую величину, чем можно предположить на основе двустороннего курса между евро и долларом. Повышение курса евро в последнее время послужило одной из причин замедления роста и вызвало обеспокоенность относительно конкурентоспособности ряда государств-членов зоны евро.

В последние годы курс евро значительно повысился по отношению к доллару США, но в реальном эффективном выражении — в существенно меньшей степени (первый рисунок). С конца 2005 года его стоимость возросла на 31 процент по отношению к доллару США, но в номинальном эффективном выражении его курс повысился лишь на половину этой величины. В реальном выражении курс евро повысился на 12 процентов при измерении на основе потребительских цен и на 15 процентов при измерении на основе относительных издержек на рабочую силу в расчете на единицу продукции. Цены в зоне евро демонстрировали тенденцию к снижению по отношению к ценам торговых партнеров зоны евро, снизившись на 7½ процента со времени введения евро и на 2 процента с конца 2005 года¹.

С учетом этих изменений позиция евро была сильной по отношению к экономическим детерминантам по состоянию на середину 2008 года. Составленные МВФ оценки равновесного реального эффективного валютного курса (РЭВК) евро показывают, что его уровень превышал среднесрочные экономические детерминанты на величину, несколько большую 10 процентов². Среднесрочный дефицит по счету текущих операций зоны евро, по прогнозу, составит примерно ¾ процента ВВП, по сравнению с равновесным профицитом в 0,2 процента ВВП на основе моделей реального валютного курса³.

Данные, дезагрегированные по уровню цен, также подтверждают, что евро занимает сильную позицию (второй рисунок). Межстрановые сопоставления цен на основе паритета покупательной способности

Обменный курс евро, январь 1999 года – июнь 2008 года
(Среднее значение, 1999 к 2007 = 100, если не указано иное)



Источник: расчеты персонала МВФ.

¹В расчетах РЭВК веса стран, которые имели более высокие темпы инфляции, чем страны зоны евро в период 2005–2007 годов, составляют в сумме 68,9 процента, по сравнению с 31,3 процента в случае стран, имевших более низкие темпы инфляции. Кроме того, инфляция в первой группе была выше, чем в зоне евро, на 2,3 процента, хотя инфляция во второй группе была ниже, чем в зоне евро, только на 0,8 процента.

²Оценки равновесия основаны на методе КГВК МВФ. КГВК означает Консультативную группу по вопросам валютных курсов, которая была создана МВФ в 1995 году для укрепления его потенциала оценки позиций по счетам текущих операций и уровней валютных курсов. Оценки КГВК основаны на трех дополняющих друг друга методах: методе макроэкономического баланса, упрощенном методе равновесного реального валютного курса и методе внешней устойчивости. Более подробная информация приведена в работе Lee and others (2008).

³Более подробная информация приведена во вставке 2, IMF (2008b).

... продолжение

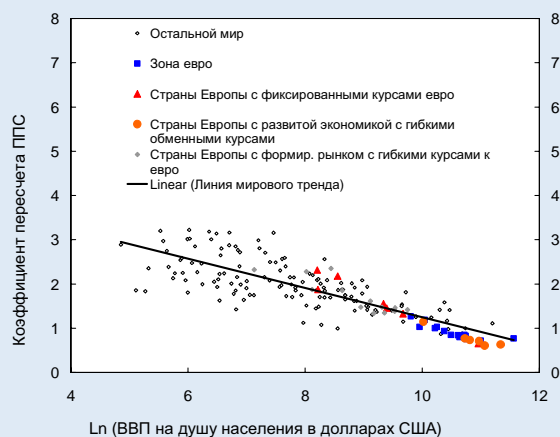
Вставка 1 (окончание)

(ППС) по отношению к ВВП показывают, что почти все страны зоны евро являются несколько более «дорогими» по отношению к их уровням доходов (они находятся ниже линии мирового тренда)⁴. Однако представляется, что они являются таковыми не в большей степени, чем страны Европы с развитой экономикой, имеющие гибкие обменные курсы.

Доли экспортного рынка большинства стран зоны евро и стран с фиксированными по отношению к евро курсами увеличились, несмотря на повышение курса евро, хотя имеется ряд исключений (третий рисунок). Структура торговли стран зоны евро и стран с фиксированными по отношению к евро курсами не сместилась в сторону внутренней торговли (четвертый рисунок), как можно было бы ожидать ввиду ухудшения конкурентоспособности. В любом случае представляется, что страны зоны евро и страны с фиксированными по отношению к евро курсами расширили свою торговлю со странами с гибкими по отношению к евро обменными курсами.

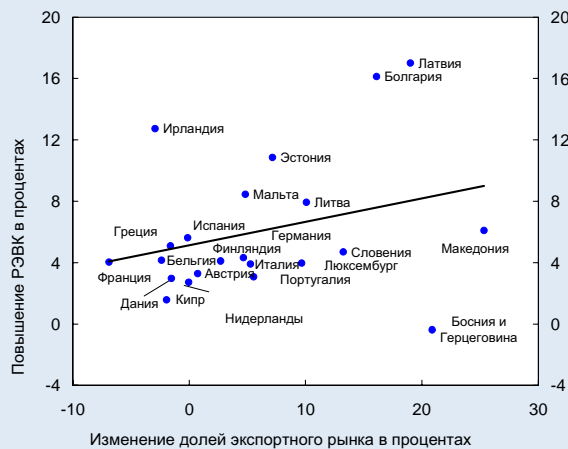
Имитационные расчеты при помощи межстрановой эконометрической модели, оцененной в работе Fabrizio, Igan and Mody (2007), позволяют предположить, что качественные улучшения экспортируемой европейской продукции, возможно, частично компенсировали негативное воздействие повышения курса евро на экспорт. Модель объясняет динамику долей экспортного рынка на основе изменений РЭВК и ряда показателей, относящихся к изменениям качества продукции и технологии экспорта.

ВВП на душу населения и цены на основе ППС, 2007 год



Источники: МВФ, «Перспективы развития мировой экономики», расчеты сотрудников МВФ.

Изменение долей экспортного рынка в мировой экономике и повышение реального эффективного валютного курса в странах зоны евро или в странах с обменными курсами, привязанными к евро, 2006–2007 годы



Источник: расчеты персонала МВФ.

⁴Цены на основе ППС использованы при корректировке ВВП для учета того факта, что в менее развитых странах цены невнешнеторговых товаров, как правило, ниже и, следовательно, покупательная способность потребителей в этих странах выше, чем можно предположить на основе показателей ВВП в долларах. Соответственно, чем выше ВВП на душу населения конкретной страны, тем ниже ее коэффициент пересчета по ППС (в развитых странах коэффициент пересчета меньше единицы). Следовательно, страны, коэффициентом пересчета которых ниже, чем в других странах с аналогичным уровнем доходов, имеют более высокий уровень цен, что позволяет предположить, что реальные валютные курсы первых, возможно, завышены.

На основе этих имитационных расчетов повышение курса евро в период с января 2006 года по май 2008 должно привести к сокращению долей экспортного рынка (нормализованных по доле ВВП соответствующей страны в мировом ВВП) на 3½ процентных пункта в зоне евро и на 6 процентных пунктов в странах Европы с фиксированными по отношению к евро курсами, при сохранении прочих переменных на постоянном уровне. Тот факт, что доли экспортного рынка в этих странах не уменьшились, говорит о том, что другие факторы в модели, а именно качественные улучшения, возможно, играли компенсирующую роль.

Повышение реального эффективного валютного курса и изменение структуры торговли в отдельных странах, 2006–2007 годы



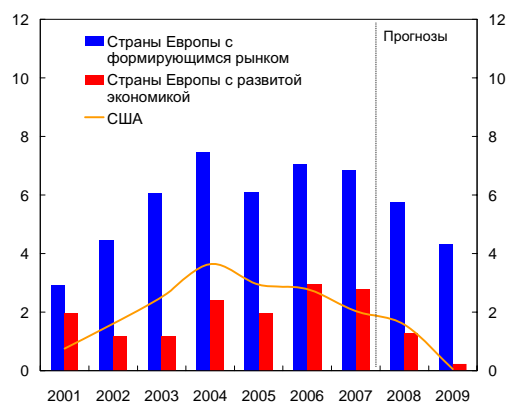
Источник: расчеты персонала МВФ.
Примечание. Сокращенные названия стран соответствуют стандартным кодам МОС.

точки. Инфляционные ожидания несколько повысились вслед за последним резким приростом цен на энергоресурсы, но впоследствии снизились, особенно в зоне евро. Кроме того, при корректировке с учетом премий за инфляционный риск темпы инфляции, определяемые на основе доходности по облигациям и отражающие разницу между инструментами с фиксированной доходностью и инструментами, индексируемыми по инфляции, позволяют предположить, что инфляционные ожидания в зоне евро оставались в разумных пределах (Bank for International Settlements, 2008).

Ожидается, что экономическая активность останется слабой, а инфляция понизится

Предполагается, что экономическая активность в странах с развитой экономикой будет очень низкой во второй половине 2008 года и первой половине 2009 года, так как негативные последствия финансовых потрясений снижают темпы экономического роста, несмотря на некоторое облегчение положения благодаря стабилизации цен на биржевые товары (рис. 2). Темпы роста в зоне евро составят в среднем 1,3 процента в 2008 году и 0,2 процента в 2009 году, а затем вернуться на уровень в 1,4 процента в 2009 году (таблица 1). Во многих странах траектория роста, вероятно, будет носить стагнационный характер в первой половине 2009 года, причем в нескольких странах даже будет наблюдаться небольшое вре-

Рисунок 2. Европа и США. Темпы роста реального ВВП, 2001–2009 годы (В процентах)



Источник: МВФ, «Перспективы развития мировой экономики».

менное снижение экономической активности². Действительно, продолжающееся ухудшение доверия предпринимателей и потребителей, а также других синхронных и перспективных не предвещает особых улучшений в ближайшем будущем. Ожидается,

²См. октябрьский выпуск «Перспектив развития мировой экономики» (2008а), в котором приводятся подробные исходные допущения, лежащие в основе этих прогнозов, и глобальный контекст.

Таблица 1. Страны Европы: рост реального ВВП и инфляция ИПЦ, 2006–2009 годы

(В процентах)

	Рост реального ВВП				Инфляция ИПЦ			
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
Европа 1/ 2/	4,1	3,9	2,6	1,4	3,6	3,6	5,8	4,2
Страны Европы с развитой экономикой 1/	3,0	2,8	1,3	0,2	2,2	2,1	3,5	2,2
Страны Европы с формирующимся рынком 1/ 2/	7,0	6,8	5,7	4,3	7,5	7,5	11,5	9,2
Европейский союз 1/	3,3	3,1	1,7	0,6	2,3	2,4	3,9	2,4
Зона евро	2,8	2,6	1,3	0,2	2,2	2,1	3,5	1,9
Австрия	3,4	3,1	2,0	0,8	1,7	2,2	3,5	2,3
Бельгия	2,9	2,8	1,4	0,2	2,3	1,8	4,6	2,8
Кипр	4,0	4,4	3,4	2,8	2,2	2,2	4,6	3,5
Финляндия	4,9	4,5	2,5	1,6	1,3	1,6	3,9	2,5
Франция	2,2	2,2	0,8	0,2	1,9	1,6	3,4	1,6
Германия	3,0	2,5	1,8	0,0	1,8	2,3	2,9	1,4
Греция	4,2	4,0	3,2	2,0	3,3	3,0	4,4	3,1
Ирландия	5,7	6,0	-1,8	-0,6	2,7	2,9	3,5	2,4
Италия	1,8	1,5	-0,1	-0,2	2,2	2,0	3,4	1,9
Люксембург	6,1	4,5	2,3	1,8	2,7	2,3	3,7	1,8
Мальта	3,1	3,7	2,8	2,3	2,6	0,7	3,7	2,2
Нидерланды	3,4	3,5	2,3	1,0	1,7	1,6	2,9	2,6
Португалия	1,4	1,9	0,6	0,1	3,0	2,4	3,2	2,0
Словения	5,7	6,1	4,3	3,7	2,5	3,6	5,9	3,3
Испания	3,9	3,7	1,4	-0,2	3,6	2,8	4,5	2,6
Другие страны ЕС с развитой экономикой								
Дания	3,9	1,7	1,0	0,5	1,9	1,7	3,4	2,8
Швеция	4,1	2,7	1,2	1,4	1,5	1,7	3,4	2,8
Соединенное Королевство	2,8	3,0	1,0	-0,1	2,3	2,3	3,8	2,9
Новые страны ЕС 1/	6,6	6,3	5,0	3,5	3,3	4,1	6,4	4,4
Болгария	6,3	6,2	6,3	4,2	7,4	7,6	12,2	7,0
Чешская Республика	6,8	6,6	4,0	3,4	2,5	2,8	6,7	3,4
Венгрия	3,9	1,3	1,9	2,3	3,9	7,9	6,3	4,1
Польша	6,2	6,6	5,2	3,8	1,0	2,5	4,0	3,3
Румыния	7,9	6,0	8,6	4,8	6,6	4,8	8,2	6,6
Словацкая Республика	8,5	10,4	7,4	5,6	4,3	1,9	3,9	3,6
Эстония	10,4	6,3	-1,5	0,5	4,4	6,6	10,2	5,1
Латвия	12,2	10,3	-0,9	-2,2	6,5	10,1	15,9	10,6
Литва	7,9	8,9	3,9	0,7	3,8	5,8	11,3	6,2
Страны с развитой экономикой, не входящие в ЕС								
Исландия	4,4	4,9	0,3	-3,1	6,8	5,0	12,1	11,2
Израиль	5,2	5,4	4,3	2,8	2,1	0,5	4,8	3,3
Норвегия	2,5	3,7	2,5	1,2	2,3	0,8	3,2	2,7
Швейцария	3,4	3,3	1,7	0,7	1,0	0,7	2,6	1,5
Другие страны с развитой экономикой								
Албания	5,4	6,0	6,1	6,3	2,4	2,9	4,0	3,0
Беларусь	10,0	8,2	9,2	8,0	7,0	8,4	15,3	9,6
Босния и Герцеговина	6,9	6,8	5,5	5,0	6,1	1,5	8,5	5,2
Хорватия	4,8	5,6	3,8	3,7	3,2	2,9	7,0	4,9
Македония, БЮР	4,0	5,0	5,5	5,0	3,2	2,3	8,5	3,0
Молдова	4,8	4,0	6,5	6,5	12,7	12,4	13,7	9,7
Черногория	8,6	9,7	7,5	5,0	2,1	3,5	9,2	5,2
Россия	7,4	8,1	7,0	5,5	9,7	9,0	14,0	12,0
Сербия	5,6	7,1	6,0	6,0	12,7	6,8	10,7	7,5
Турция	6,9	4,6	3,5	3,0	9,6	8,8	10,5	8,4
Украина	7,3	7,6	6,4	2,5	9,1	12,8	25,3	18,8

Источник: МВФ, «Перспективы развития мировой экономики».

1/ Средневзвешенный по ППС ВВП.

2/ Черногория не включена в агрегированные расчеты.

что в странах, где происходит снижение цен на жилье после предшествующих бумов (например, Дании, Ирландии, Испании и Соединенном Королевстве), будет наблюдаться более резкий экономический спад (Hilbers and others, 2008).

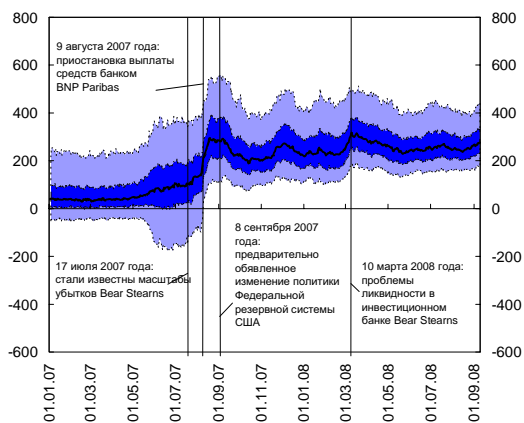
Учитывая характер шоков, с которыми сталкивается экономика Европы, замедление экономического роста неизбежно. Поскольку Европа является чистым импортером энергоресурсов, шок цен на энергоносители действует так же, как налог на доходы домашних хозяйств, уплачиваемый за границей. Поскольку этот шок, как правило, воспринимается как перманентный, не предполагается, что домашние хозяйства будут тратить свои сбережения, особенно в контексте снижающейся стоимости инструментов участия в капитале и более медленного роста или даже снижения цен на жилье. Экспорт в страны-производители биржевых товаров может несколько возрасти, однако он не позволит в существенной степени компенсировать сокращение внутреннего спроса. Кроме того, более высокие цены на энергоносители, вероятно, вызовут негативные последствия для потенциального объема производства ввиду постепенного сокращения энергоинтенсивных производственных мощностей, что может усугубляться жесткостью реальной заработной платы. С этой точки зрения шок цен на продукты питания является иным, так как он действует в основном как механизм перераспределения доходов между странами внутри Европы; вместе с тем он вызывает проблемы внутри каждой страны из-за непропорционально сильного воздействия на домашние хозяйства с низкими доходами. Хотя стабилизация цен на биржевые товары может способствовать росту реального располагаемого дохода, урегулирование банковского кризиса, который воздействует на Европу в настоящее время, будет трудным и продолжительным процессом. Сокращение доли заемных средств банков будет подавлять экономический рост в течение значительной части 2009 года.

Согласно базисному прогнозу, инфляция будет неуклонно снижаться начиная с середины 2008 года и к концу 2009 года упадет до уровня ниже 2 процентов в большинстве стран с развитой экономикой. Этот прогноз основан на предположениях о стабилизации цен на биржевые товары, отсутствии значительных эффектов второго порядка, действующих через спираль «зарплата-цены», и сохранении доверия к денежно-кредитной политике. Несмотря на высокую неопределенность, риски для прогноза цен на биржевые товары представляются

сбалансированными. Эмпирический анализ, результаты которого представлены в главе 2 наряду с прогнозами слабой экономической активности, создает основу для оптимизма относительно обоснованности других базисных допущений. Установлено, что шоки цен на энергоресурсы не оказывали влияния на базовую инфляцию в странах с развитой экономикой, а воздействие повышения цен на продукты питания на базовую инфляцию было незначительным. Несмотря на сохраняющиеся элементы индексации, гибкость рынка труда в Европе повысилась по сравнению с предыдущими эпизодами шоков цен на биржевые товары, а доверие к денежно-кредитной политике, по-видимому, прочно установилось. Кроме того, прогнозируемое ослабление экономической активности должно оказать существенное понижательное давление на заработную плату и цены.

Масштабы замедления конъюнктуры и траектория подъема являются весьма неопределенными. Цены на биржевые товары и стоимость евро могут измениться в благоприятном направлении по отношению к базисному прогнозу. Хотя снижение давления в этих областях в последнее время может показаться полезным, представляется, что оно отражает также фундаментальное замедление спроса и переоценку относительных перспектив экономического роста в Европе и США, причем в ущерб первой. Внешний спрос может ослабнуть в более широком масштабе, особенно если между странами с развитой экономикой и странами с формирующимся рынком установится цикл негативной обратной связи, основанный на торговых отношениях и повышении степени раздела производства. Вместе с тем внутренний спрос может быть выше, чем ожидается, благодаря тому, что домашние хозяйства в большинстве стран и нефинансовые предприятия сохранили прочные балансы. Для континентальной Европы дополнительный, хотя и небольшой, риск представляют эффекты второго порядка, связанные с воздействием на инфляцию реальной заработной платы, устанавливаемой путем переговоров на уровне выше производительности труда, особенно из-за того, что в ряде стран все еще практикуется (частичная) индексация (European Central Bank, 2008a, стр. 51). Необходимое ужесточение политики в ответ на такие изменения увеличило бы продолжительность спада. Наконец, на фоне непрекращающейся напряженности на финансовых рынках возможность взаимоусиливающего ухудшения финансовых и экономических условий по-прежнему представляет серьезный риск.

Рисунок 3. Оценка смещений глобальной цены риска, 2007–2008 годы 1/
(В базисных пунктах)



Источники: Bloomberg L.P.; расчеты сотрудников МВФ.
1/ Отдельные процентилю оцениваемого распределения вероятностей применительно к ожидаемой единичной цене риска, общего для различных активов. Существует 50-процентная вероятность того, что глобальная цена риска будет находиться в пределах диапазона, заштрихованного синим цветом, и 90-процентная вероятность того, что результат будет находиться в пределах поля, заштрихованного синим или фиолетовым цветом. Центральная жирная черная линия обозначает оцениваемую медианную цену риска. Аналитические основы изложены в работе Lombardi and Sgheri (готовится к выходу).

Финансовые потрясения продолжаютс...

Финансовые рынки, характеризующиеся высокой изменчивостью, продолжают демонстрировать значительный стресс и высокий уровень восприятия риска (рис. 1 и 3). Несмотря на улучшение глобальных финансовых условий после оказания экстренной помощи американскому инвестиционному банку Bear Stearns в марте, напряженность вновь усилилась в июле, когда потерпела банкротство одна из крупных американских организаций ипотечного кредитования, и Казначейство и Федеральная резервная система США приняли решение предоставить широкомасштабные и явные гарантии предприятиям, спонсируемым государством (ПСГ)³. В сентябре финансовая напряженность еще больше усилилась, вызвав банкротство системно значимых финансовых организаций США и потребовав экстренного государственного вмешательства для предотвращения обвала финансовой системы США. Банковский кризис достиг также Европы, где пришлось оказать экстренную помощь нескольким финансовым организациям или провести их санацию. Цены на акции финансового сектора существенно снизились, что отражает неуверенность инвесторов относительно жизнеспособности некоторых банков.

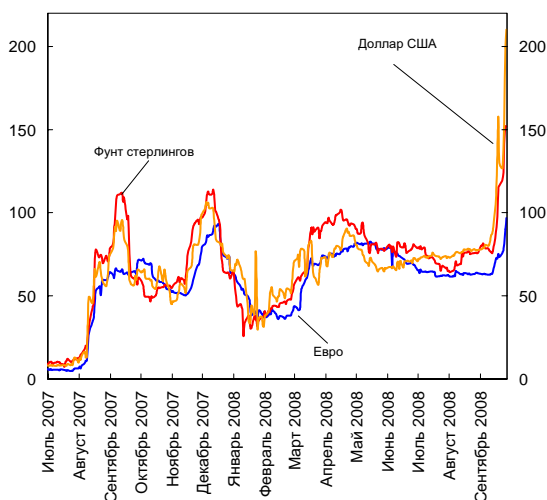
³ Федеральная корпорация жилищного ипотечного кредита и Федеральная национальная ассоциация ипотечного кредитования.

Рынки испытывают обеспокоенность по поводу убытков, связанных с непервоклассными активами, открытых позиций в нежизнеспособных американских финансовых организациях и влияния экономического спада на общее качество активов. Через год после начала финансовых потрясений сумма списаний стоимости активов, связанных с непервоклассными ипотеками США, и зарегистрированные убытки по кредитам в европейских банках составили примерно 200 млрд долларов США, что немногим меньше, чем убытки, понесенные банками Северной Америки. Убытки швейцарских банков достигли ошеломляющей суммы в 50 млрд долларов США. Поскольку зарегистрированные убытки в настоящее время перемещаются из сферы трейдинга в ссудные книги и от крупных глобальных банковских групп к региональным банкам с большими портфелями ипотечных кредитов, доля убытков, связанных с рынком жилья в США, которые несут европейские банки, должна уменьшиться. Но последние банкротства банков и страховых компаний увеличивают убытки. Кроме того, экономический спад в Европе является одной из причин более общего ухудшения качества кредитов, особенно в регионах, где рынки жилья переживают спад.

Финансовые организации испытывают острую необходимость сокращать высокую долю заемных средств⁴. Рынки уделяют все больше внимания чистотой, а не взвешенной с учетом риска доле заемных средств — показателю, который у европейских финансовых организаций является менее благоприятным, чем у соответствующих американских организаций. Кроме того, хотя рекапитализация первоначально проходила успешно — в период с начала потрясений до середины 2008 года европейские банки мобилизовали 155 млрд долларов США, — теперь она, вероятно, замедлится. Склонность суверенных фондов накопления богатства и институциональных инвесторов к риску уменьшилась, а изменчивые финансовые рынки, наряду с правовыми нормами, защищающими акционеров от размывания собственности, увеличивают стоимость привлечения капитала. Напротив, государственное вмешательство, продажа активов и консолидация банков, вероятно, будут играть более значительную роль в попытках укрепить позиции по капиталу.

⁴ Более подробная информация приведена в «Докладе по вопросам глобальной финансовой стабильности» МВФ (2008b).

Рисунок 4. Спреды трехмесячных межбанковских курсов по отношению к ожидаемым ставкам интервенции, 2007–2008 годы
(В базисных пунктах)



Источник: Bloomberg L.P.

Стоимость заимствования и спреды по кредитным дефолтам возросли, а спреды сроков погашения на денежных рынках остались повышенными (рис. 1 и 4). Сегментация денежных рынков также повысилась, а доступ к срочному финансированию практически прекратился. Эти проблемы распространились на коммерческие ценные бумаги, что, наряду с растущей несклонностью к риску, привело к повышению доходности по корпоративным облигациям всех рейтингов до значений, приближающихся к самым высоким за текущее десятилетие уровням. В целом доступность кредита значительно снизилась.

Финансовая стабильность остается под угрозой, хотя, по всей вероятности, не в системном плане. Как отмечалось Европейским центральным банком (ЕЦБ) в июне, риски для финансовой стабильности в зоне евро в целом повысились с начала года (European Central Bank, 2008b), что соответствует аналогичным наблюдениям центральных банков Соединенного Королевства и Швеции (Bank of England, 2008; and Riksbank 2008). Нарушения в финансовой системе США в сентябре еще больше повысили риск системного финансового кризиса в Европе, хотя вероятность полномасштабного кризиса остается низкой, и действия, предпринятые властями в последнее время, должны помочь в этом отношении. Тем не менее, другие банки также могут потерпеть банкротство, о чем свидетельствуют их очень высокие спреды за риск и неуверенность рынка относительно жизнеспособности их моделей ведения деятельности.

... Вызывая негативные последствия в реальном секторе

Кредит домашним хозяйствам существенно замедляется, а ипотечный кредит резко сократился на ряде региональных рынков жилья. Характеристики ипотечных рынков, в особенности роль залогового обеспечения, являются одним из основных факторов, определяющих динамику спадов и подъемов цен на активы и их воздействия на реальный сектор (подробная информация приведена в главе 3). В Ирландии цены на жилье снижаются уже больше года, а в Соединенном Королевстве они резко упали за последние несколько месяцев; в Испании же они начали снижаться в последнее время. Как следствие, в этих странах заметно ослабла активность в отрасли строительства. Значительная доля оптового финансирования в банках Испании влечет за собой риск того, что ужесточение условий кредитования распространится на другие отрасли, особенно если стоимость финансирования еще больше повысится, а структура сроков погашения долговых обязательств будет продолжать сужаться. Кроме того, в Соединенном Королевстве существует серьезный риск того, что циклы негативной обратной связи между жилищным и кредитным секторами окажут значительное неблагоприятное воздействие на активность в реальном секторе.

Ожидается, что более жесткие условия финансирования ограничат выпуск долговых ценных бумаг европейскими корпорациями. Выпуск долговых обязательств, как ожидается, сократится наполовину после периода устойчивого роста. Начинают появляться признаки замедления корпоративного банковского кредитования, в соответствии с обычно запаздывающей ответной реакцией такого кредитования на ужесточающиеся условия финансирования в рамках кредитного цикла (рис. 5). Эти более жесткие условия должны все сильнее сказываться на европейских фирмах, которые существенно зависят от банковского кредита и используют большой объем заемных средств, что оказывает негативное воздействие на деловую активность. Ожидается, что коэффициенты дефолта повысятся с низких в исторической перспективе уровней, причем наиболее уязвимыми являются корпорации с высокой долей заемных средств и фирмы, деятельность которых связана с недвижимостью.

Меры политики должны быть направлены на ограничение ущерба в результате финансовых потрясений

Ближайший приоритет центральных банков в странах с развитой экономикой заключается в восстановлении спокойного состояния на финансовых рынках путем предоставления ликвидности по мере необходимости. В связи с продолжающимся замедлением экономической конъюнктуры в этих странах, стабилизацией цен на биржевые товары и смещением рисков в сторону снижения темпов роста появилась возможность для ослабления установок денежно-кредитной политики. В зоне евро ЕЦБ сигнализировал о своей решимости зафиксировать инфляционные ожидания и выполнить целевой показатель по инфляции, повысив ставку интервенции в начале июля 2008 года. С того времени он занимал выжидательную позицию ввиду уменьшения риска более высокой инфляции и повышения риска, связанного с сокращением роста производства. Поскольку в настоящее время явно наблюдается замедление экономической активности, а инфляционные ожидания остаются под контролем, стал возможным более адаптивный курс денежно-кредитной политики. При этом Банк Англии в целях удержания инфляционных ожиданий на фиксированном уровне сохранял неизменные процентные ставки с августа 2008 года, но резкое ухудшение экономического прогноза для Соединенного Королевства выдвигает на передний план перспективу ослабления установок политики. В других странах, таких как Норвегия и Швеция, где экономическая активность оставалась более высокой, центральные банки в последнее время ужесточили проводимую политику, но цикл ужесточения, по всей вероятности, исчерпал себя.

Политика в отношении финансового сектора должна быть направлена на преодоление стресса в финансовой системе. Маловероятно, что потребуются действия в масштабах, аналогичных государственному вмешательству в США, скоординированные и согласованные действия необходимы и в Европе. Упреждающий подход к управлению ликвидностью был целесообразен, и в ряде стран были проведены и надлежащим образом скоординированы между собой полезные усовершенствования систем управления ликвидностью. Однако эти системы должны также включать стимулы, способствующие улучшению кредитного качества залогового обеспечения, депонируемого в центральных банках, после ослабления финансового стресса. В этом отношении недавнее ужесточение политики ЕЦБ в отношении

Рисунок 5. Изменения кредитных стандартов по займам и кредитам предприятиям, 2005–2008 годы 1/



Источники: Haver Analytics; Европейский центральный банк.
1/ Чистый процент банков, сообщающих об ужесточении кредитных стандартов.

залогового обеспечения будет играть полезную роль. Но в настоящее время банковский кризис требует также поддержки платежеспособности основных финансовых организаций, включая ряд международных банков, что одновременно приводит к принятию различных гарантий правительствами стран. Для восстановления доверия руководителям европейских стран необходимо будет принять обязательство о совместных, скоординированных действиях, направленных на то, чтобы облегчить финансовый стресс и избежать серьезного риска отказа от достижений европейской финансовой интеграции. Решение проблем, связанных с трансграничными вторичными эффектами действий, которые предпринимаются властями стран, потребует движения в направлении большей совместной ответственности и подотчетности за обеспечение финансовой стабильности в Европе.

В более отдаленной перспективе для уменьшения склонности финансового сектора к усилению колебаний экономического цикла и смягчения воздействия денежно-кредитной политики и изменений цен на активы на реальную экономическую деятельность банковскому регулированию, возможно, потребуется играть определенную роль в сглаживании циклических колебаний условий кредитования (подробный анализ приводится в главе 3).

Меры налогово-бюджетной политики могут способствовать смягчению спада, но необходимо сохранять среднесрочную устойчивость бюджета. В текущих условиях можно допустить полномасштабное действие автоматических стабилизаторов вблизи

требуемой траектории стабилизации, за исключением тех стран, где это нарушило бы их бюджетные правила. Пакт о стабильности и росте (ПСР) улучшил бюджетную дисциплину, но многие страны Европы по-прежнему испытывают постоянные проблемы в плане достижения своих среднесрочных целей; в ряде стран существует риск того, что бюджетный дефицит в краткосрочном плане превысит Маастрихтский лимит дефицита (таблица 2). Аналогичным образом, Соединенному Королевству необходимо определять политику в соответствии со своими бюджетными правилами. В существующих условиях маловероятно, что дискреционное ослабление установок политики будет эффективным, и странам надлежит определять свою налогово-бюджетную политику таким образом, чтобы обеспечить достижение своих среднесрочных целей согласно обязательствам в рамках пересмотренного Пакта о стабильности и росте и в соответствии со среднесрочными бюджетными правилами. Исключения могут рассматриваться в тех случаях, когда государственные ресурсы необходимы для прямого облегчения стресса на финансовых рынках.

Меры налогово-бюджетной политики в ответ на повышение цен на биржевые товары должны быть ограничены временной, четко адресной поддержкой доходов уязвимых домашних хозяйств, тогда как меры структурной политики должны способствовать производству и свободной торговле. Общая бюджетная поддержка или снижение налогов на товары, наиболее затронутые шоками цен на биржевые товары, была бы нецелесообразна: обе эти меры привели бы к росту спроса, еще больше усилив давление на заработную плату и цены, и, по всей вероятности, принесли бы больше выгод состоятельным слоям населения. С другой стороны, несомненную пользу принесла бы ликвидация сохраняющихся искажений, ограничивающих производство, в сельскохозяйственном секторе, в том числе путем реформирования Единой сельскохозяйственной политики и выведение из тупика торговых переговоров в рамках Дохского раунда

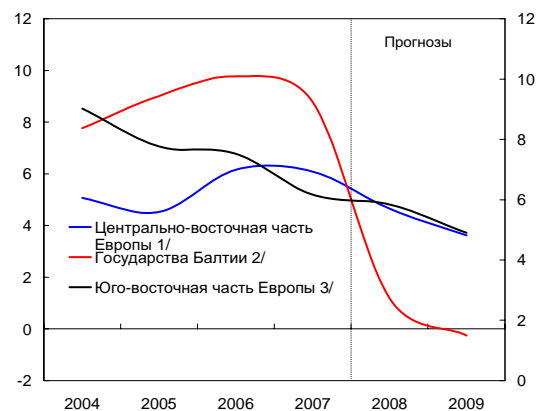
Страны с формирующимся рынком

Экономический рост существенно замедляется

После продолжительного подъема экономическая активность и внутренний спрос в странах Европы с формирующимся рынком начали замедляться, что в большинстве случаев привело к снижению темпов

Рисунок 6. Экономический рост в странах Европы с формирующимся рынком, 2004–2009 годы

(В процентах)



Источник: МВФ «Перспективы развития мировой экономики».

1/ Венгрия, Польша, Словацкая Республика, Чешская Республика.

2/ Латвия, Литва, Эстония.

3/ Албания, Болгария, Босния и Герцеговина, БЮР Македония, Молдова, Румыния, Сербия, Турция, Хорватия.

роста до более устойчивых уровней и началу сокращения внешних дисбалансов (рис. 6 и таблицы 1 и 2). В большинстве стран замедление конъюнктуры было необходимо для ослабления давления в сторону перегрева экономики, и оно приведет темпы роста в соответствие с уровнем, который может быть обоснован экономическими детерминантами (IMF, 2008с). Данный регион был относительно устойчивым к глобальным финансовым потрясениям, но в настоящее время он все больше сталкивается с более жесткими финансовыми условиями, а инвесторы становятся все более разборчивыми. Рост кредита и притоки капитала в среднем остаются высокими, но притоки капитала заметно ослабли и стали более чувствительными к дисбалансам отдельных стран, надежности основ экономической политики и прогрессу в проведении структурных реформ. В некоторых странах, например, государствах Балтии, рост кредита заметно сократился по сравнению с предшествующими пиковыми значениями. Более медленный рост в странах с развитой экономикой тяжело отражался на экспорте, а шоки цен снижали потребление. Риски для прогнозов роста смещены в сторону снижения темпов роста, что связано в основном с внешним спросом и внешними финансовыми условиями, а в некоторых случаях снижение внутренних цен на активы могло оказывать значительное влияние на балансы домашних хозяйств, предприятий и финансовых организаций, еще больше подрывая рост.

Таблица 2. Страны Европы: внешние и бюджетные сальдо, 2006–2009 годы
(В процентах)

	Отношение сальдо счета текущих операций к ВВП				Отношение сальдо сектора государственного управления к ВВП			
	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
Европа 1/ 2/	0,6	0,2	-0,4	-0,6	-0,1	0,1	-0,4	-1,1
Страны Европы с развитой экономикой 1/	0,8	0,6	0,0	0,1	-0,9	-0,3	-1,2	-1,7
Страны Европы с формирующимся рынком 1/ 2/	0,0	-1,8	-1,8	-3,0	1,9	1,4	1,5	0,4
Европейский союз 1/	-0,4	-0,7	-1,2	-1,2	-1,5	-0,9	-1,7	-2,2
Зона евро	0,3	0,2	-0,5	-0,4	-1,3	-0,6	-1,5	-2,0
Австрия	2,4	3,2	2,8	2,4	-1,6	-0,7	-0,7	-1,1
Бельгия	2,7	2,1	0,0	-1,1	0,4	-0,1	-0,4	-1,3
Кипр	-5,9	-9,7	-9,7	-7,8	-1,2	3,3	0,6	-0,3
Финляндия	4,6	4,6	3,4	2,9	4,0	5,2	4,9	3,7
Франция	-0,7	-1,2	-2,8	-2,7	-2,4	-2,7	-3,3	-3,9
Германия	6,1	7,6	7,3	6,8	-1,5	-0,2	-0,3	-0,8
Греция	-11,1	-14,1	-14,0	-14,1	-2,6	-2,8	-2,8	-2,3
Ирландия	-3,6	-5,4	-5,0	-4,4	2,9	0,3	-4,0	-4,7
Италия	-2,6	-2,5	-2,8	-2,4	-3,4	-1,6	-2,6	-2,9
Люксембург	10,5	9,9	8,6	8,2	1,3	3,0	1,7	1,0
Мальта	-8,2	-5,4	-7,7	-6,4	-2,5	-1,8	-1,7	-1,0
Нидерланды	8,2	6,8	5,6	5,1	0,6	0,6	1,1	1,7
Португалия	-10,1	-9,8	-12,0	-12,7	-3,9	-2,6	-2,2	-2,3
Словения	-2,8	-4,9	-4,7	-4,7	-0,8	-0,1	0,1	-0,3
Испания	-8,9	-10,1	-10,1	-7,7	2,0	2,2	-1,6	-2,5
Другие страны ЕС с развитой экономикой								
Дания	2,9	1,1	1,3	1,8	4,9	4,8	3,2	3,0
Швеция	8,5	8,5	6,4	5,8	2,2	3,4	2,5	1,0
Соединенное Королевство	-3,4	-3,8	-3,6	-3,4	-2,6	-2,7	-3,5	-4,4
Новые страны ЕС 1/	-5,9	-7,1	-7,3	-7,3	-3,1	-1,7	-1,9	-2,1
Болгария	-15,6	-21,4	-24,4	-21,5	3,5	3,5	4,2	2,7
Чешская Республика	-2,6	-1,8	-2,2	-2,5	-2,7	-1,6	-1,9	-2,1
Венгрия	-6,1	-5,0	-5,5	-6,1	-9,2	-5,5	-3,8	-3,3
Польша	-2,7	-3,8	-4,7	-5,7	-3,9	-1,5	-2,0	-2,3
Румыния	-10,4	-14,0	-13,8	-13,3	-0,6	-2,3	-2,3	-2,8
Словацкая Республика	-7,1	-5,4	-5,1	-4,7	-3,7	-2,2	-2,2	-1,7
Эстония	-16,7	-18,1	-10,8	-8,7	3,3	3,0	-1,3	-1,4
Латвия	-22,7	-22,9	-15,1	-8,3	-0,4	0,7	-1,4	-2,0
Литва	-10,7	-14,6	-14,9	-8,7	-1,5	-1,9	-1,6	-0,7
Страны с развитой экономикой, не входящие в ЕС								
Исландия	-25,4	-14,6	-18,2	-13,7	6,3	5,5	2,0	-3,3
Израиль	5,9	3,2	0,4	0,5	-1,4	-0,8	-1,9	-2,0
Норвегия	17,3	15,4	19,1	18,0	18,5	17,4	20,4	19,7
Швейцария	14,7	16,6	9,3	8,7	2,3	2,5	1,5	1,4
Другие страны с развитой экономикой								
Албания	-5,6	-9,2	-10,5	-7,1	-3,2	-3,8	-5,2	-3,0
Беларусь	-3,9	-6,8	-5,9	-8,0	1,4	0,4	2,1	0,0
Босния и Герцеговина	-8,4	-12,7	-15,8	-13,5	2,2	-0,1	-1,9	-2,6
Хорватия	-7,9	-8,6	-10,1	-10,2	-3,0	-2,3	-2,4	-1,5
Македония, БЮР	-0,9	-3,0	-14,0	-13,8	-0,5	0,6	-1,5	-3,0
Молдова	-11,8	-17,0	-19,9	-19,1	0,2	-0,2	-0,5	-1,0
Черногория	-24,7	-39,6	-39,6	-36,8	2,2	4,5	3,4	0,5
Россия	9,5	5,9	6,5	3,4	8,3	6,8	6,3	3,8
Сербия	-10,0	-15,9	-18,6	-19,3	-1,6	-1,9	-2,0	-4,9
Турция	-6,0	-5,7	-6,5	-6,7	-1,6	-2,9	-2,0	-1,8
Украина	-1,5	-3,7	-7,2	-9,2	-1,4	-2,0	-0,9	-1,3

Источник: МВФ. «Перспективы развития мировой экономики».

1/ Средневзвешенное значение. Сальдо по операциям органов государственного управления взвешивается по ВВП на основе ППС; сальдо счета внешнеэкономических операций — по ВВП в долларах США.

2/ Черногория не включена в агрегированные расчеты.

Степень замедления экономической конъюнктуры существенно различается в пределах региона, в зависимости от скорости предшествующего подъема, итоговых внешних дисбалансов и курса макроэкономической политики. Темпы роста в странах центрально-восточной части Европы⁵ снижаются до уровня чуть ниже тренда. Замедление роста является более ярко выраженным в юго-восточной части Европы, хотя ожидается, что темпы роста в этом регионе останутся на уровне выше потенциала или близком к нему. Кроме того, Албания, БЮР Македония, Молдова и Румыния пока еще не подают значительных признаков замедления конъюнктуры. Страны Балтии испытывают более резкую корректировку (причем в Эстонии и Латвии наблюдается рецессия), устраняющую необоснованный экономический бум (вставка 2). Темпы экономического роста в Турции также замедляются, а в России связанный с нефтью бум начал ослабевать. Финансовые риски ощутимо возросли, представляя один из основных рисков снижения темпов роста по отношению к прогнозу в большинстве стран с формирующимся рынком.

Инфляция по-прежнему вызывает озабоченность, ...

Недавние шоки цен отразились на странах Европы с формирующимся рынком в существенно большей степени, чем на остальных странах Европы, в основном из-за большей доли продуктов питания и топлива в потребительских корзинах этих стран (см. главу 2). Прирост глобальных цен на энергоресурсы и продукты питания оказал серьезное воздействие на внутренние цены этих товаров. Однако в последние годы внутренние факторы — такие как погодные условия, давление цен в связи с конвергенцией и торговая интеграция, — играли доминирующую роль в определении цен на продукты питания. Прогнозируется, что инфляция в этом регионе составит примерно 11 процентов в 2008–2009 (таблица 1). В половине стран этого региона инфляция уже достигла двузначных показателей в 2008 году, причем наиболее высокие темпы наблюдаются в Украине, за которой следуют Латвия и Россия.

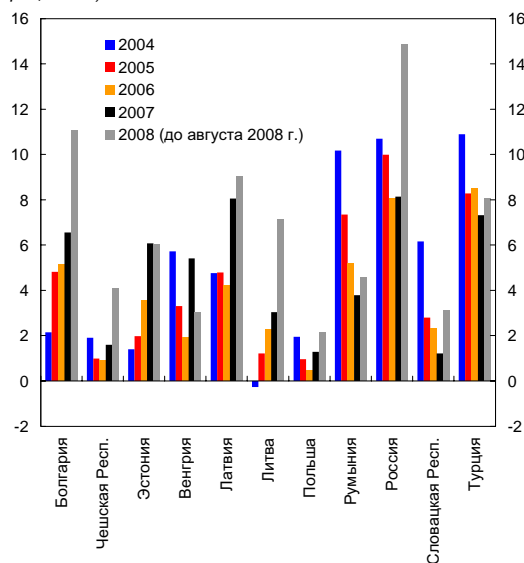
⁵ Венгрия, Польша, Словацкая Республика, Чешская Республика.

Рисунок 7. Инфляция в странах Европы с формирующимся рынком, 2004–2009 годы
(В процентах)



Источник: МВФ, «Перспективы развития мировой экономики».
1/ Венгрия, Польша, Словацкая Республика, Чешская Республика.
2/ Латвия, Литва, Эстония.
3/ Албания, Болгария, Босния и Герцеговина, БЮР Македония, Молдова, Румыния, Сербия, Турция, Хорватия.

Рисунок 8. Страны Европы с формирующимся рынком: годовой темп инфляции без учета энергии, продуктов питания, алкоголя и табачных изделий 1/
(В процентах)



Источники: Евростат; Haver Analytics.
1/ Без учета продуктов питания и бензина в случае России.

Растущая базовая инфляция показывает, что шоки цен на биржевые товары усилили существовавшее ранее давление в сторону перегрева экономики (рис. 7, 8 и глава 2). Ключевыми факторами были продолжающийся высокий спрос (в первую очередь в Болгарии и Румынии) и, в ряде случаев, более быстрый рост заработной платы по сравнению

Вставка 2. Государствам Балтии предстоят более трудные времена

На фоне широких экономических дисбалансов экономическая конъюнктура стран Балтии резко замедляется в ответ на ужесточение условий внешнего финансирования (рисунок). В течение ряда лет внутренний спрос возрастал слишком быстро, что было связано с оптимистическими ожиданиями относительно конвергенции, финансируемых за счет иностранных источников кредитов и резким ростом цен на недвижимость, который в ряде случаев усиливался проциклической налогово-бюджетной политикой. Итоговые внешние и внутренние дисбалансы и финансовые риски в конечном счете заставили банки, в основном принадлежащие странам Северной Европы, ужесточить кредитные стандарты и снизить темпы роста кредита — мера, необходимость которой усиливалась ввиду глобальных финансовых потрясений прошедшего года. Как результат, темпы роста снизились. В Эстонии годовые темпы роста упали почти до нуля в первом квартале 2008 года; в Латвии темп роста был самым низким за десятилетие; и наблюдалось некоторое замедление роста в Литве, хотя и с менее высокого пикового значения.

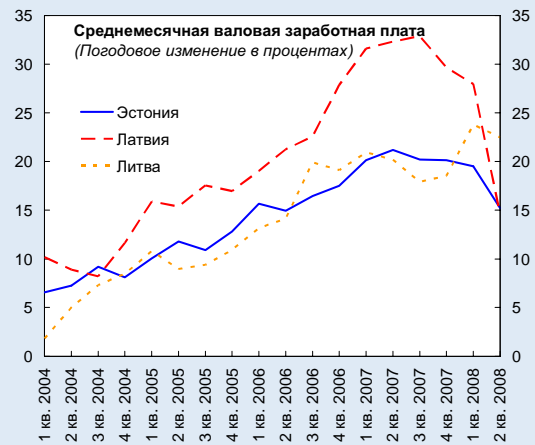
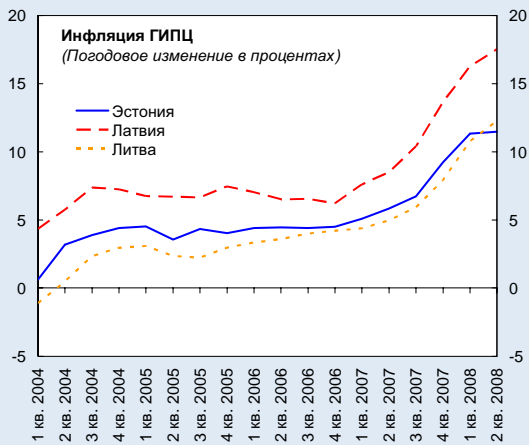
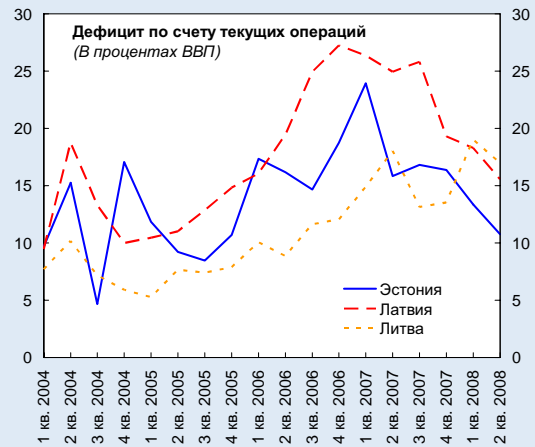
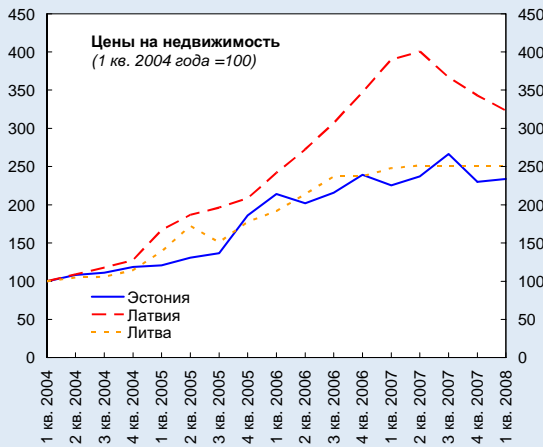
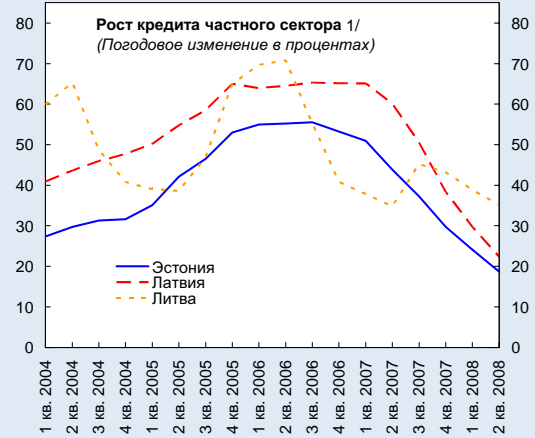
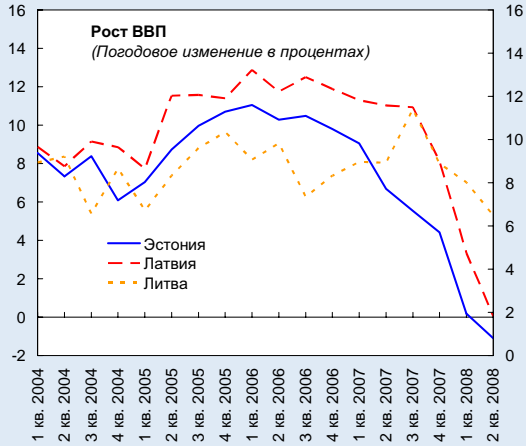
Несмотря на необходимость корректировки экономических дисбалансов, стабилизация будет нелегким делом. По мере дальнейшего снижения спроса давление на рынке труда должно ослабнуть, а дефицит по счету текущих операций будет продолжать сокращаться. Но возобновление сбалансированного роста будет предполагать перераспределение ресурсов от сектора невнешнеторговых товаров к сектору внешнеторговых товаров, а рост заработной платы должен будет замедлиться в соответствии с ростом производительности. Даже несмотря на относительную гибкость экономики стран Балтии, это может занять определенное время, в ходе которого конкурентоспособность будет снижаться. В финансовом секторе замедляющийся рост ВВП приведет к снижению качества кредита, что создаст давление на банковский капитал; однако общая устойчивость финансового сектора будет поддерживаться крупными иностранными банками с долгосрочными обязательствами перед этим регионом. Замедление конъюнктуры будет также сокращать государственные доходы, приводя к дефициту бюджета, хотя низкая задолженность государственного сектора должна смягчить обеспокоенность относительно платежеспособности бюджета. При том что корректировка может оказаться болезненной, ее отсрочка повлекла бы за собой более длительное и глубокое замедление роста.

Хотя бремя корректировки будет в основном нести частный сектор (как показано выше), потребуются последовательные и тщательно сформулированные меры политики для содействия плавной корректировке и поддержанию доверия инвесторов:

- Сообщения государственных органов должны служить руководством для частного сектора в его ожиданиях относительно реалистической траектории корректировки и подчеркивать необходимость ограничения роста заработной платы.
- Корректировка может облегчаться структурными реформами, направленными на повышение гибкости товарных рынков и рынков факторов производства.
- В финансовом секторе власти должны обеспечить поддержание банками достаточного уровня капитала и ликвидности, соблюдение высоких пруденциальных стандартов и, при необходимости, усовершенствование систем социальной защиты.
- Следует допустить возможность для функционирования автоматических стабилизаторов и избегать дискреционного ослабления налогово-бюджетной политики.

Примечание. Основным автором настоящей вставки является Гавин Грэй.

Латвия, Литва и Эстония: экономические показатели

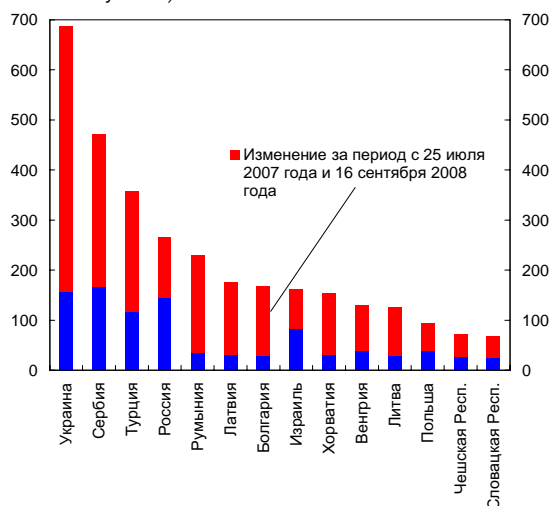


Источники: Navet Analytics; Экономические данные по странам с формирующимся рынком; Банк Эстонии; официальные органы Латвии; оценки и расчеты персонала МВФ.

1/ В случае Эстонии и Латвии определение кредита частного сектора включает деятельность банков и лизинговых компаний.

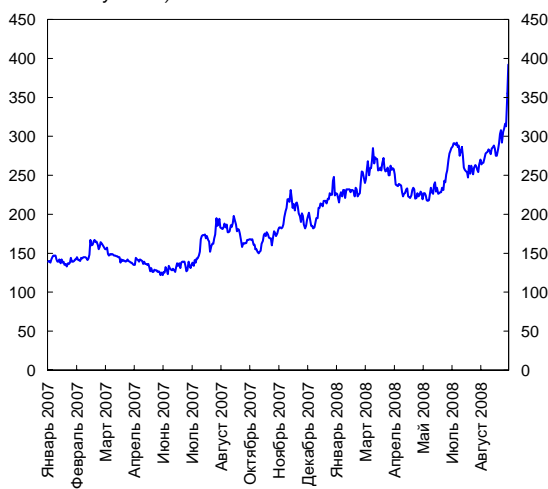
В случае Литвы включено только банковское кредитование.

Рисунок 9. Суверенные спреды, 25 июля 2007 года — 16 сентября 2008 года
(В базисных пунктах)



Источники: Bloomberg L.P.; расчеты сотрудников МВФ.

Рисунок 10. Индекс ЕМБИ+ по странам Европы с формирующимся рынком, январь 2007 года – сентябрь 2008 года 1/
(В базисных пунктах)



Источники: Bloomberg L.P.; расчеты сотрудников МВФ.
1/ Индекс ЕМБИ+ представляет собой расширенный индекс долговых обязательств развивающихся стран, составляемый агентством JPMorgan.

с производительностью (в первую очередь в центрально-восточной части Европы). До настоящего времени в 2008 году базовая инфляция возросла больше всего в России и Болгарии. Она снизилась только в Венгрии и Молдове.

В противоположность странам с развитой экономикой, несколько стран Европы с формирующимся рынком отреагировали на недавние шоки цен при помощи административных мер, направленных на ограничение их воздействия на инфляцию и увеличе-

ние предложения продуктов питания. К числу таких мер относилось снижение импортных тарифов и других торговых барьеров на отдельные продукты питания (БЮР Македония, Молдова, Россия); выборочные налоги на экспорт продуктов питания (Хорватия и Россия); квоты на экспорт продуктов питания (Украина); временные запреты на экспорт пшеницы (Сербия); снижение налогов на потребление продуктов питания (Литва), общественный транспорт (БЮР Македония) и бензин (Хорватия); использование государственных резервов биржевых товаров для пополнения внутреннего предложения продуктов питания (БЮР Македония, Молдова, Украина, Черногория); субсидии и другие виды поддержки сельскому хозяйству (Беларусь, Молдова и Хорватия); и налоговые льготы нефтеперерабатывающим предприятиям (Беларусь). Предпринимались также попытки ограничить инфляцию цен на продукты питания путем введения прямых верхних пределов на долю прибыли в цене (Беларусь) или морального убеждения (БЮР Македония и Черногория). Эти меры в целом не привели к существенному изменению преобладающего инфляционного давления.

... но основные риски связаны с внешними дисбалансами

В отдельных частях региона риски резкого снижения темпов остаются повышенными. Хотя ожидается, что внешние дисбалансы будут сужаться по мере снижения темпов роста в большинстве стран (таблица 2), они остаются высокими по историческим меркам и по сравнению с другими странами с формирующимся рынком. Кроме того, примерно половина стран в регионе по-прежнему имеют дефициты по счетам текущих операций в процентном отношении к ВВП, измеряемые двузначными показателями Из-за крупных внешних дисбалансов и высокой зависимости от внешнего финансирования ряд стран данного региона подвергается внешним шокам, а также изменениям условий международного кредитования и настроений инвесторов. Принятие иностранными банками решений об ограничении своих открытых позиций в данном регионе вслед за недавним повышением несклонности к риску и изменчивости финансового рынка может повлиять на финансовые условия больше, чем меры внутренней политики.

Действительно, в последние месяцы доверие рынка снизилось. Премии за риск и стоимость заимствования повысились во всем регионе с середины 2007 года, хотя и с низких по историческим меркам уровней (рис. 9 и 10). Индексы фондовых рынков

также заметно снизились в большинстве стран до настоящего момента 2008 года; в случае России они вызвали временную приостановку торговых операций. На фоне заклинивания финансовых рынков США в сентябре некоторые страны с формирующимся рынком испытали оттоки капитала и/или очень резкое расширение спредов. Банки, функционирующие в странах Европы с формирующимся рынком, испытывают на себе влияние расширяющихся потрясений в Западной Европе.

Меры политики должны быть построены таким образом, чтобы обеспечивать плавное снижение темпов

Почти для всех стран Европы с формирующимся рынком приоритетное значение по-прежнему имеют ужесточение макроэкономической политики в целях сокращения внешних дисбалансов и ограничения инфляции и разработка планов на случай непредвиденных ситуаций для решения проблем, связанных с потенциальной финансовой нестабильностью. Там, где это было возможно, денежно-кредитная политика была ужесточена (Польша, Россия, Румыния, Сербия, Турция, Чешская Республика), и было допущено повышение обменных курсов для ослабления инфляционного давления (в особенности в центрально-восточной части Европы). Представляется, что в центрально-восточной части Европы риски в отношении инфляции и роста в настоящее время сбалансированы, что служит обоснованием для выжидательной позиции в проведении денежно-кредитной политики. Однако в других странах, по видимому, необходимо дальнейшее ужесточение политики для устранения озабоченности относительно эффектов второго порядка в связи с последними шоками цен и содействия сокращению внешних дисбалансов. В юго-восточной части Европы, учитывая ее более изменчивую внешнюю среду, существенное значение имеет регулирование внутреннего спроса, в частности, путем ограничения роста государственных расходов. Прогнозируется, что в 2008 году в одной трети стран бюджетные салдо улучшатся, и выполнение этого намерения будет иметь важное значение (таблица 2). Кроме того, при том что в нескольких странах объем производства все еще выше потенциала, и в большинстве стран

расширяется бюджетный дефицит, темп бюджетной консолидации в регионе необходимо повысить. Для России задача заключается в преодолении факторов, вызывающих озабоченность относительно стабильности финансовой системы, при одновременном облегчении воздействия бума цен биржевых товаров на внутренний спрос при помощи сочетания ужесточения денежно-кредитной политики, повышения гибкости валютного курса и пруденциального курса налогово-бюджетной политики (вставка 3).

Хотя бюджетная консолидация продолжает играть ключевую роль, определенная временная поддержка доходов уязвимых домашних хозяйств на адресной основе необходима и более предпочтительна, чем использование административных мер в попытке ограничить инфляционное давление. Потребуется тщательно проработать меры политики по поддержке доходов во избежание увеличения общего давления спроса. Административные меры, которые обычно вносят дополнительные искажения в работу рынка, не позволяя спросу и предложению адаптироваться к новым ценовым сигналам. Вместо этого следует воспользоваться текущими шоками цен как возможностью для отмены существующих искажений и расшивки узких мест на внутренних рынках биржевых товаров, в том числе путем либерализации торговли биржевыми товарами и аннулирования субсидий на производство. Конкуренция в секторах продуктов питания и энергоресурсов может быть усилена в целях увеличения предложения и ослабления давления цен. Земельная реформа (например, в Украине и Хорватии) и государственные инвестиции в повышение энергоэффективности также принесут отдачу в среднесрочном плане.

В странах, где корректировка была более резкой — в первую очередь в государствах Балтии, — меры политики должны обеспечить правильное соотношение между задачами, связанными с необходимостью оказывать поддержку экономике, контролировать инфляционное давление и сохранять доверие рынка. Необходимо создать условия для того, чтобы корректировка шла своим ходом, смягчаемая благодаря функционированию автоматических бюджетных стабилизаторов. При этом важнейшее значение имеет укрепление финансовой системы и надзора за ней, включая трансграничный аспект.

Вставка 3. Россия: решение проблем, связанных с резким приростом экспорта биржевых товаров

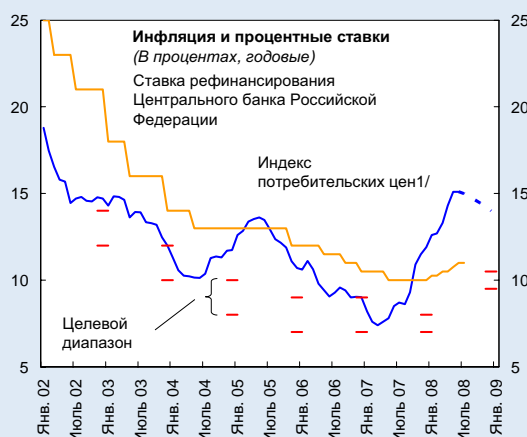
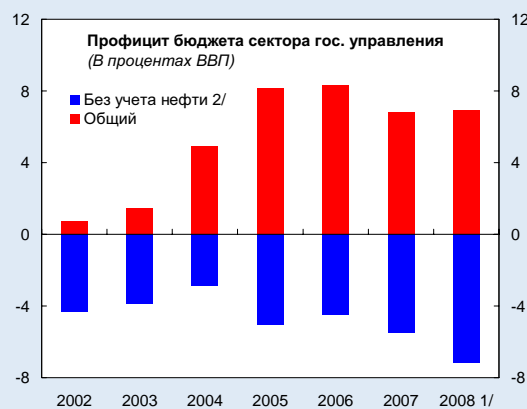
Резкий рост цен на биржевые товары во всем мире способствует росту экономики России, уже переживающей бум. Как и в других странах, растущие цены на продукты питания и биржевые товары напрямую повысили внутреннюю инфляцию, что касается продуктов питания, составляющих более 40 процентов потребительской корзины России. Однако в отличие от большинства других стран Европы российские фирмы получают выгоды от бума цен на биржевые товары. Нефть и газ составляют примерно 20 процентов ВВП и примерно 60 процентов экспортных доходов (уголь, металлы и драгоценные камни составляют еще 20 процентов). Условия торговли России повысились на более чем 110 процентов в 2000–2008 годы, а совокупный прирост составляет примерно 25 процентов ВВП. Почти треть этого прироста приходится на один только 2008 год.

Воздействие на внутреннюю экономику сглаживалось благодаря функционированию Стабилизационного фонда Российской Федерации. Созданный в 2004 году, этот фонд предусматривает резервирование 85 процентов прироста всех непредвиденных доходов от нефти, превышающих 27 долларов США за баррель, и играет ключевую роль в стерилизации внутреннего воздействия резкого роста экспортных доходов (рисунок).

Тем не менее, значительный объем средств «просочился» во внутренний спрос. При том что растущие экспортные цены усиливают перспективы высокого роста, внутренний спрос в последнее время возрастал примерно на 15 процентов в год, что более чем вдвое превышает большинство оценок потенциального экономического роста. В результате инфляция резко повысилась, оказавшись значительно выше уровня, который можно обосновать приростом цен на продукты питания и энергоресурсы. Временные меры по замедлению роста цен на отдельные продукты питания в 2007 году при помощи экспортных тарифов и продажи стратегических резервов зерна в целом оказались неэффективными, и в большинстве случаев они перестали действовать.

Постепенное расширение не связанного с нефтью бюджетного дефицита способствовало росту спроса. Это, в свою очередь, связано с интенсивным политическим нажимом к расходованию большего объема непредвиденной прибыли России на важнейшие социальные и инфраструктурные нужды страны. Кроме того, усилиям по увеличению государственных сбережений при помощи стабилизационного фонда противостояло существенное сокращение частных сбережений.

Примечание. Основным автором настоящей вставки является Эндрю Тиффин.



Источники: официальные органы; расчеты персонала МВФ.
1/ С июля 2008 года — прогнозы.
2/ Без учета поступлений от аукционной продажи «Юкоса».

В этом контексте денежно-кредитная политика носила в основном адаптивный характер, несмотря на постепенное повышение ставок интервенции и резервных требований в последнее время. Центральный банк, заботясь о внешней конкурентоспособности России, был не склонен допускать номинальное повышение курса и, как следствие, проводил массивные интервенции на валютном рынке. При ограниченных возможностях для стерилизации этих интервенций результатом был быстрый рост денежной массы и кредита и, в конечном счете, инфляции. Ухудшение настроений инвесторов в последнее время существенно повысило изменчивость, что сопровождалось резким ужесточением условий ликвидности и снижением валютного курса.

В этой сложной обстановке МВФ выступал за иную структуру политики. Необходимо будет переориентировать денежно-кредитную политику на сокращение инфляции в контексте повышения гибкости валютного курса. Кроме того, при проведении налогово-бюджетной политики необходимо будет избежать любых дальнейших стимулов до тех пор, пока не ослабнет давление со стороны спроса. Однако недавние нарушения на внутренних финансовых рынках усложнили условия для ответной реакции экономической политики, вызвав необходимость в поддержке ликвидности и возможном использовании бюджетных ресурсов для укрепления финансовой системы.

Вновь укрепившаяся приверженность структурным реформам, в том числе в финансовом секторе, могла бы сгладить корректировку и улучшить долгосрочные перспективы данного региона. Как показала предшествующая работа МВФ, некоторые страны Европы с формирующимся рынком (в первую очередь юго-восточная часть Европы, отдельные страны центрально-восточной части Европы и Содружество Независимых Государств) существенно отстают от достигнутого в остальных странах Европы прогресса

в либерализации товарных рынков и рынков труда, создании благоприятных условий для бизнеса и ликвидации неэффективной бюрократии и коррупции (IMF, 2008с). Продолжающееся укрепление надзора за финансовым сектором и прогресс в проведении институциональных реформ должны обеспечить условия для финансового развития без повышения изменчивости, способствуя тем самым конвергенции этого региона с остальной Европой.

2. Европа в условиях высоких цен на биржевые товары

Стремительный рост цен на биржевые товары привел к повсеместному повышению общего уровня инфляции в Европе. Настоящая глава в основном посвящена анализу рисков для инфляции. Несмотря на сохраняющуюся неэластичность в некоторых областях, возросшая гибкость рынков труда и высокая степень доверия к денежно-кредитной политике должны способствовать ослаблению вторичных эффектов в странах с развитой экономикой. Риски распространения последствий ценового давления на широкий круг потребительских товаров выше в странах с формирующимся рынком, характеризующихся высокой долей продуктов питания и топлива в потреблении.

В последние годы наблюдался бурный рост цен на биржевые товары. Цены на нефть с конца 2006 года увеличились вдвое. Мировые цены на продукты питания и металлы также резко возросли (рис. 11). Кроме того, текущий период стремительного роста цен на биржевые товары длится дольше большинства подобных эпизодов в прошлом. В связи с высокой долей продуктов питания и топлива в потреблении увеличение цен на биржевые товары привело к повсеместному повышению общего уровня инфляции в Европе (рис. 12). В ряде стран с формирующимся рынком рост цен на продукты питания и топливо усиливает уже существующее давление на цены, вызываемое перегревом экономики и факторами, связанными с конвергенцией.

Резкое повышение цен на биржевые товары ставит непростые задачи перед директивными органами. Особую обеспокоенность вызывает то, что масштабы распространения и величина происходящего повышения цен настолько велики, что это может привести к усилению инфляционных ожиданий и требований о повышении заработной платы, создав давление в сторону увеличения всех цен⁶. В то же время повышение цен на биржевые товары отрицательно сказывается на росте экономики в странах-импортерах таких товаров.

Примечание. Основными авторами данной главы являются Дора Иакова, Эдда Золи, Чади Абдаллах, Родольфо Луцио, Эмил Ставрев, Атанасиос Вамвакидис и Бориана Йончева.

⁶См. Ball and Mankiw (1995) и Sims (2003), где рассматриваются возможные инфляционные последствия крупных изменений относительных цен

Рис. 11. Цены на металлы, продукты питания и нефть в реальном исчислении 1/1, 1960:I кв.–2008:II кв.
(Индекс, 1990=100)



Источники: Bloomberg L.P.; Министерство энергетики США; Министерство сельского хозяйства США и оценки персонала МВФ.
1/1 Цены в долларах США, дефлятированные на индекс потребительских цен в США. Металлы состоят из меди, свинца и цинка.

В связи со стремительным ростом цен на биржевые товары возникают следующие важные вопросы, освещаемые в настоящей главе.

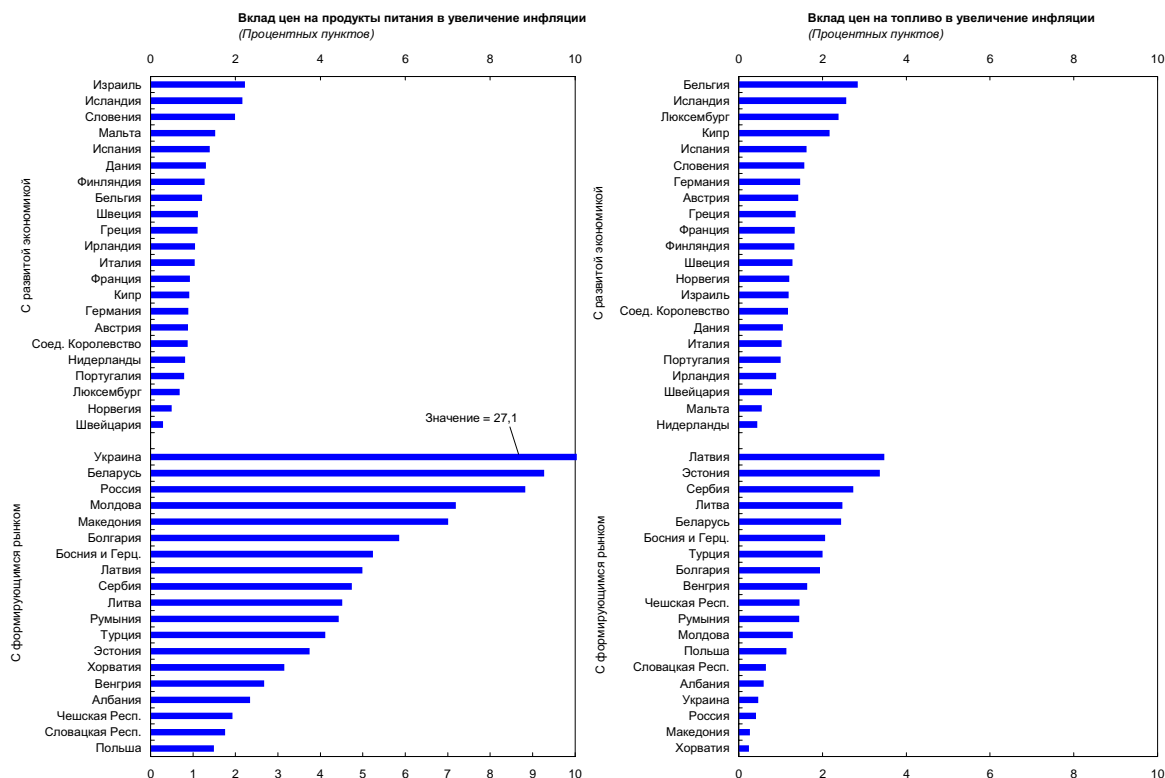
- Чем вызвано увеличение цен на продукты питания и топливо? Как долго будет длиться этот период бурного роста цен?
- Каковы последствия повышения цен на биржевые товары для базовой и общей инфляции? Одинаковы ли эти последствия для разных стран Европы? Каковы риски для инфляции?
- На какие факторы должны обращать внимание директивные органы при определении необходимых ответных действий в области экономической политики? Приносят ли пользу меры в налогово-бюджетной области, осуществляемые правительствами разных стран Европы в ответ на увеличение цен на биржевые товары?

Бурный рост цен на биржевые товары: причины и перспективы⁷

Причинами увеличения нефтяных цен являются как активный спрос на нефть, так и малый запас незадей-

⁷Этот раздел написан на основе анализа, описанного в главе 3 «Перспектив развития мировой экономики» за октябрь 2008 года (IMF, 2008a).

Рис. 12. Страны Европы с развитой экономикой и формирующимся рынком: воздействие повышения цен на продукты питания и топливо на общий уровень инфляции



Источник: МВФ: "Перспективы развития мировой экономики".

ствованных производственных мощностей⁸. Высокие темпы роста мировой экономики, наблюдавшиеся в последние годы, способствовали увеличению спроса на биржевые товары. Важную роль, в частности, сыграло основанное на интенсивном использовании биржевых товаров ускорение экономического роста в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах. Кроме того, многие страны относительно надежно «изолировали» спрос на нефть от воздействия повышения цен с помощью различных мер экономической политики, что нередко сопровождалось значительными бюджетными издержками⁹. Со стороны предложения сохранялась уязвимость рынков к нарушениям поставок, обусловленная относительно малым

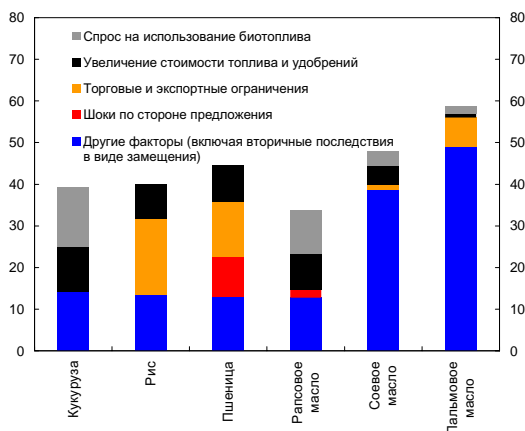
запасом незадействованных производственных мощностей и повышением стоимости разработки новых нефтяных месторождений. В долгосрочном плане уровень цен на нефть будет зависеть от того, насколько быстро ослабнут ограничения, налагаемые наличием производственных мощностей, и от реакции спроса на высокий уровень цен. Однако в реальном исчислении цены на топливо будут существенно выше низкого уровня этих цен в начале 2000-х годов. Судя по рынкам фьючерсных контрактов, можно ожидать, что цены на нефть в долларах США останутся примерно на уровне сегодняшних операций спот.

⁸Одним из важных факторов, способствующих росту цен на биржевые товары, иногда считают финансовые спекуляции. Такая точка зрения не подтверждается результатами анализа, выполненного персоналом МВФ.

⁹См. IMF (2008с).

Рис. 13. Причины повышения цен на основные продукты питания

(Среднее процентное изменение за 12 месяцев, 2006:1 п/г–2008:1 п/г)



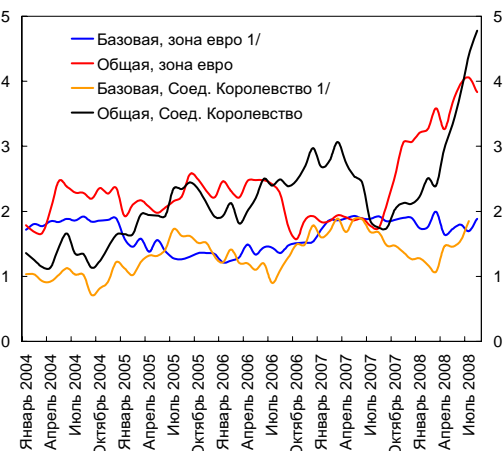
Источники: Министерство сельского хозяйства США; Продовольственная и сельскохозяйственная организация ООН и расчеты персонала МВФ.

Толчком к увеличению цен на продукты питания послужило сочетание повышения спроса и шок на стороне предложения, вызванный погодными условиями. Быстрый рост потребления, особенно в странах с формирующимся рынком, способствовал росту цен на продовольствие. Дополнительным фактором стало резкое увеличение спроса на кукурузное и растительное масло со стороны производителей биотоплива. По стороне предложения урожай зерновых пострадал в результате засухи в 2006 и 2007 годах. Кроме того, из-за высокой стоимости энергоносителей и роста цен на удобрения увеличились затраты на производство и распределение продуктов питания. Наконец, ряд стран начал проводить более ограничительную политику в области торговли продуктами питания, что вызвало временное повышение цен до необоснованно высокого уровня. Оценки воздействия каждого из этих факторов на глобальное увеличение цен на некоторые основные продовольственные товары серьезно различаются (рис. 13). Что касается перспектив, цены несколько снизятся, после того как будут преодолены вызванные погодными условиями нарушения в поставках и устранены торговые ограничения. Однако давление на цены будет сохраняться из-за высокого уровня цен на энергоносители и увеличения производства биотоплива.

В итоге уровень цен на биржевые товары останется, вероятно, более высоким по сравнению с ценами на другие товары. Вопрос, который встает перед разработчиками политики в связи с этим, заключается в том, как обеспечить плавную корректировку относительных цен и добиться того, чтобы повышение общего уровня инфляции осталось явлением временного ха-

Рис. 14. Общая и базовая инфляция, январь 2004–август 2008 года

(В процентах)



Источник: Евростат.

1/ Гармонизированный индекс инфляции потребительских цен (исключая энергоносители, продукты питания, спиртные напитки и табачные изделия).

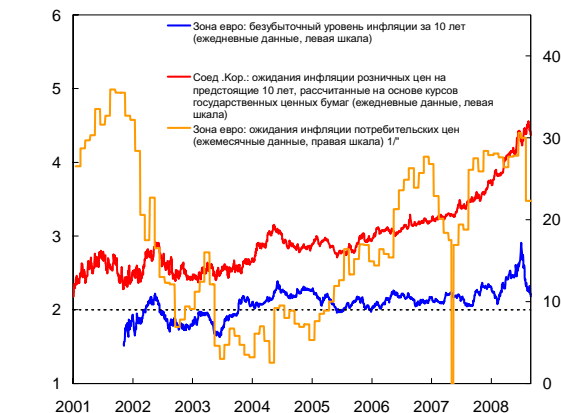
рактера. В следующем разделе рассматриваются последствия бурного роста цен на биржевые товары для перспектив развития инфляции в Европе.

Инфляционные последствия повышения цен на биржевые товары в странах с развитой экономикой

Повышение международных цен на нефть и продукты питания увеличивает инфляцию внутри страны непосредственным образом, воздействуя на энергетическую и продовольственную составляющие индекса потребительских цен (ИПЦ). Повышение общего уровня инфляции в экономически развитых странах Европы в последние годы было в основном вызвано такими «первичными» последствиями. Однако базовая инфляция (показатель инфляции без учета цен на продукты питания и энергоносители) до сих пор оставалась умеренной (рис. 14).

Могут возникнуть также «вторичные» инфляционные последствия, если работающие станут требовать повышения заработной платы в целях компенсации снижения ее покупательной способности и отнесения возросших производственных затрат фирм на цены других товаров. Обеспокоенность вызывает то, что текущий период хронически высокой инфляции цен на биржевые товары может привести к высвобождению инфляционных ожиданий и возникновению требований о повышении заработной платы, а это отразится на всех ценах.

Рис. 15. Инфляционные ожидания в зоне евро и Соединенном Королевстве, 2001–2008 годы (В процентах)



Источники: Bloomberg L.P.; Европейский центральный банк; Haver Analytics; и расчеты и прогнозы персонала МВФ.
1/ Обследование потребителей, организованное Европейской Комиссией; тренды цен на предстоящие 12 месяцев; балансовая статистика.

Анализ данных показывает, что инфляционные ожидания усилились как в Соединенном Королевстве, так и в зоне евро, хотя в зоне евро июльское повышение процентной ставки, по-видимому, позволило переломить тенденцию к усилению инфляционных ожиданий (рис. 15)¹⁰. Стоимость рабочей силы в зоне евро за последний год также несколько увеличилась, однако остается относительно умеренной (рис. 16).

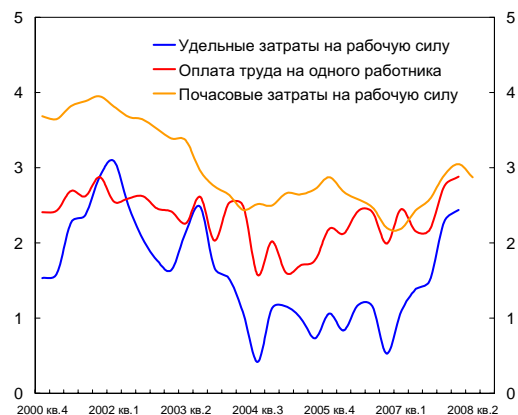
В целях оценки вероятности возникновения более широкого давления на цены в результате повышения цен на биржевые товары был проведен ретроспективный анализ изменения базовой инфляции под воздействием изменения цен биржевых товаров на базе модели векторной авторегрессии (VAR) для совокупности стран с развитой экономикой (вставка 4). Результаты анализа говорят о следующем.

- Начиная с 1970-х годов изменение международных цен на топливо оказывает существенно меньшее воздействие на показатели общей и базовой инфляции внутри стран. Как указывается в работе Blanchard and Gali (2007), приглушенную реакцию на шоки изменения цен на нефть в последние годы можно объяснить сочетанием таких факторов, как улучшения в денежно-кредитной политике, повышение эластичности заработных плат и снижение нефтеемкости производства в странах с развитой экономикой.

¹⁰С конца августа текущего года стабилизировались также безубыточные ожидаемые уровни инфляции, вычисленные на основе цен облигаций, по Соединенному Королевству.

Рис. 16. Затраты на рабочую силу в зоне евро, 2000 : IV кв. – 2008 : II кв.

(По сравнению с тем же периодом прошлого года, (в процентах))



Источники: Евростат; Европейский центральный банк; Haver Analytics; расчеты персонала МВФ.

- Представляется, что воздействие изменений международных продовольственных цен на цены на продукты питания внутри страны несколько усилилось с середины 1990-х годов после проведения ряда реформ, увеличивших конкуренцию в сфере сельскохозяйственного производства. Тем не менее, в большинстве стран воздействие шоков изменения цен на продукты питания на базовую инфляцию остается относительно незначительным.

Итак, в отличие от 1970-х годов, цены на энергоносители в последние два десятилетия не оказывали значительного влияния на базовую инфляцию в странах с развитой экономикой. Последствия повышения цен на продукты питания для базовой инфляции также были относительно незначительными. Следует, однако, иметь в виду, что по своей суммарной величине повышение цен на биржевые товары за последние четыре года не имеет аналогов в предыдущие два десятилетия, поэтому фактическое воздействие изменений цен на показатели инфляции все же может оказаться неожиданно значительным.

Указанный анализ дополняется прогнозной оценкой развития инфляции в зоне евро и рисков для этого прогноза, выполненной с использованием методов эконометрического анализа и имитационного моделирования на основе более новых данных (вставка 5). В эконометрических прогнозных моделях учтены недавние изменения в национальной и глобальной экономике, которые могут повлиять на инфляцию. Из прогноза следует, что инфляция начнет постепенно снижаться, приближаясь к целевому уровню инфляции, по мере замедления роста цен на биржевые товары и снижения темпов развития экономики. Однако

риски для центрального прогноза значительны. Структурная модель будущего развития экономики показывает также, что сохранение относительно жесткого курса денежно-кредитной политики в сочетании с замедлением экономического роста и ухудшением финансовых условий приведет к постепенному снижению инфляционного давления.

Инфляционные последствия повышения цен на биржевые товары в странах с формирующимся рынком¹¹

Последствия повышения цен на биржевые товары для общего уровня инфляции оказались более существенными для европейских стран с формирующимся рынком, в потребительской корзине которых выше доля продуктов питания и топлива. Воздействие изменений международных цен на биржевые товары на уровень инфляции внутри стран оценивалось с помощью модели векторной авторегрессии (VAR)¹². Результаты свидетельствуют о том, что изменение мировых цен на топливо оказывает значительное влияние на показатели внутренней инфляции цен на энергоносители в большинстве стран (таблица 3). Быстрота воздействия на инфляцию очень высока — высший уровень воздействия обычно достигается через шесть (и меньше) месяцев после повышения мировых цен.

¹¹ Аналитическое исследование, положенное в основу этого раздела, приведено в работе Zoli (готовится к публикации).

¹² В модель включены следующие переменные: мировая инфляция цен на топливо и продукты питания; изменение индекса промышленного производства за 12 месяцев в качестве показателя экономической активности; инфляция цен на энергоносители внутри страны; инфляция цен на продукты питания внутри страны; базовая инфляция; ставка по 3-месячным обязательствам на денежном рынке; изменение номинального эффективного обменного курса за 12 месяцев. Модель представляет собой «приближенную» VAR, поскольку международные цены на продукты питания и топливо зависят исключительно от их лаговых значений, а не от внутренних переменных. Тесты на блок-экзогенность подтверждают справедливость такого предположения. Расчеты модели делаются на основе месячных данных за период с конца 1990-х годов по март 2008 года. Показатели импульсного отклика вычисляются с использованием метода разложения Холеского при вышеуказанном порядке очередности переменных. В случае Украины наряду с объясняющими переменными включается фиктивная переменная, отражающая воздействие резкого повышения цен импорта энергоносителей из России в 2006-2007 годах.

Шоки, сказывающиеся на инфляции международных цен на продукты питания, также оказывают значительное воздействие на инфляцию внутренних цен на продукты питания во многих странах с формирующимся рынком (таблица 3). Однако результаты разложения дисперсии говорят о том, что в отличие от изменчивости внутренних цен на топливо, которая может быть на 30 процентов объяснена последствиями глобальных ценовых шоков, всего 10 процентов изменчивости внутренних цен на продукты питания может быть объяснено изменениями глобальных продовольственных цен. Таким образом, цены на продукты питания внутри страны в значительной мере определяются внутренними факторами (такими как погодные условия в стране, повышение заработных плат и транспортных издержек, увеличение внутреннего спроса на продовольственные продукты с высокой долей добавленной стоимости в результате конвергенции доходов, а также продолжающаяся интеграция торговли)¹³.

В качестве дополнения к указанному анализу была выполнена оценка панельной регрессии в целях определения воздействия разных факторов на изменения инфляции внутренних цен на продукты питания¹⁴. Результаты показывают, что в прошлом году рост инфляции внутренних цен на продукты питания был, в основном, вызван тремя факторами: шоком изменения международных цен на продукты питания; нарушениями сельскохозяйственного производства внутри страны, вызванными плохими погодными условиями; инфляционной инерцией. Укрепление реального эффективного обменного курса оказывало сдерживающее воздействие на рост инфляции в ряде стран.

¹³ Для стран, являющихся нетто-экспортерами продовольственных продуктов, быстрое увеличение международных цен на продукты питания оборачивается увеличением внутреннего спроса, что приводит к дополнительному повышению инфляционного давления.

¹⁴ Панельная регрессия, рассчитанная на основе квартальных данных, имеет следующий вид: Годовая инфляция внутренних цен на продукты питания = $5,9 + 0,18 * \text{Годовая инфляция внутренних цен на продукты питания}_{t-4} - 0,10 * \text{Отклонение добавленной стоимости сельскохозяйственной продукции от тренда}_{t-1} - 0,09 * \text{Уровень цен относительно уровня цен в ЕС}_{t-1} + 0,14 * \text{Инфляция международных цен на продукты питания} + 0,14 * \text{Годовое изменение ставки НДС} - 0,34 * \text{Годовое изменение номинального эффективного обменного курса}_{t-1} - 0,09 * \text{Ставка денежного рынка}_{t-6} + 0,3 * \text{Годовое изменение душевого дохода}$.

Вставка 4. Воздействие шоков изменения цен на биржевые товары на инфляцию в некоторых европейских странах с развитой экономикой

Для оценки инфляционных последствий шока изменения цен на биржевые товары и их отделения от других источников потенциального инфляционного давления, таких как экономический рост и денежно-кредитная политика, используется модель структурной векторной авторегрессии (SVAR) с пятью переменными. Дается оценка реакции внутренних цен на шоки изменения цен на биржевые товары по 12 странам Европы и оценка изменений характера и величины такого воздействия во времени¹. Базовая VAR включает следующие переменные: номинальная цена нефти и продуктов питания; различные показатели инфляции внутри страны (инфляция цен продуктов питания, энергоносителей, базовая, общая); показатель экономической активности; показатель характера денежно-кредитной политики².

Обнаружилось, что колебания цен на сырую нефть не имеют сейчас такого же значения, как 20–30 лет назад. Оценки воздействия шока изменения цены на нефть в размере 10 процентных пунктов на инфляцию цен на энергоносители, базовую инфляцию и общий уровень инфляции внутри страны приводятся по двум различным периодам выборки — до и после 1986 года (первая таблица)³. Выбранная дата размежевания совокупностей является датой, обычно используемой в литературе, а каждый из периодов содержит два эпизода крупных нефтяных шоков (Blanchard and Gali, 2007). Первичные последствия продолжают сказываться длительное время, в силу того что какая-то часть увеличения нефтяных цен автоматически переходит в энергетическую составляющую индекса потребительских цен (ИПЦ). Однако, что еще важнее, воздействие на общий уровень инфляции в период после 1986 года оказывается более умеренным, а продолжительность шока — более короткой. Эти данные согласуются с гипотезой в работе Blanchard and Gali (2007), согласно которой в последние годы макроэкономические шоки изменения цен на нефть приводят к менее существенным последствиям в странах с развитой экономикой благодаря сочетанию таких факторов, как улучшения в денежно-кредитной политике, повышение эластичности заработных плат и снижение зависимости от нефти.

Реакция инфляции на шок изменения цены на нефть
(Максимальная реакция в течение первых шести месяцев, процентных пунктов)

	Инфляция цен на энергоносители		Общий уровень инфляции		Базовая инфляция	
	До февр.1986 г.	После февр.1986 г.	До февр.1986 г.	После февр.1986 г.	До февр.1986 г.	После февр.1986 г.
Австрия	0,32	0,91	н.з. ^{1/}	0,03	н.з.	н.з.
Бельгия	0,86	1,06	н.з.	н.з.	н.з.	н.з.
Дания	0,84	0,98	н.з.	н.з.	0,10	0,08
Финляндия	0,93	0,92	0,17	0,05	0,24	н.з.
Франция	0,58	0,95	0,15	0,08	0,13	н.з.
Германия	0,84	0,73	н.з.	0,05	н.з.	н.з.
Швеция	0,68	0,41	0,06	н.з.	н.з.	н.з.
Соед. Королевство	0,35	0,81	0,24	0,09	0,16	0,01

Источник: оценки персонала МВФ.

Примечание. Импульсная реакция на шок в виде 10-процентного повышения цен на нефть. Результаты представлены только по странам, в которых реакция была значимой на 90% уровне.

^{1/} "н.з." означает "не значимая".

Примечание. Основными авторами этой вставки являются Чади Абдаллах, Родольфо Луцио и Бориана Йончева. См. Yontcheva, Abdallah, and Luzio (готовится к публикации), где содержится подробное описание аналитического исследования.

¹ Австрия, Бельгия, Германия, Греция, Дания, Италия, Норвегия, Португалия, Соединенное Королевство, Финляндия, Франция и Швеция.

² Данные являются стационарными в первых разностях. Используется не реальная цена на нефть, а цена нефти в долларах, во избежание деления на эндогенную переменную—дефлятор ВВП. Данные взяты из базы данных «Международная финансовая статистика» и охватывают период с января 1970 по декабрь 2007 года.

³ При определении нефтяных шоков предполагается, что в долгосрочной перспективе на цену нефти могут влиять только шоки изменения цены на нефть; допускается, что в долгосрочной перспективе на международные цены на продукты питания могут влиять только шоки изменения цен на нефть и продукты питания. Предполагается, что вертикальная долгосрочная кривая Филлипса задает два ограничения, согласно которым шоки денежно-кредитной политики и шоки совокупного спроса не оказывают долгосрочного воздействия на промышленное производство. Помимо этого предполагается, что шоки денежно-кредитной политики не оказывают синхронного воздействия на реальную экономическую активность.

В отличие от результатов для шоков изменения цен на нефть, последствия шоков изменения международных цен на продукты питания стали в последние годы более заметными. После 1996 года внутренняя инфляция цен на продукты питания возрастает в большей степени и долго остается на положительном уровне⁴. За этим автоматически следует воздействие на общий уровень инфляции, хотя и в непропорционально меньшей степени, а уровень базовой инфляции, за исключением Германии и Швеции, остается относительно не затронутым (вторая таблица).

Более интенсивное воздействие изменений цен на продукты питания на уровень цен внутри страны в последнее десятилетие, возможно, объясняется важными институциональными переменами и изменениями в сфере экономической политики, произошедшими в странах Европы в 1990-х годах. Реформа МакШерри — первая крупная реформа Единой сельскохозяйственной политики (ЕСП), проводившейся, начиная с 1992 года⁵, на протяжении следующих четырех лет, — привела к замене помощи рынку прямой поддержкой доходов. Эта реформа сопровождалась принудительным сокращением посевных площадей и привела к быстрому сокращению объемов производства и запасов продукции. Кроме того, после проведения переговоров в преддверии Уругвайского раунда и создания Всемирной торговой организации в 1995 году помощь рынку со стороны ЕСП (цены интервенции и связанные с ними пограничные меры, определявшие размеры импортных тарифов и экспортных возмещений) существенно ослабла, что снизило стимулы к избыточному производству и сократило возможности для создания запасов на случай шоков в будущем.

Реакция инфляции на шок изменения мировых цен на продукты питания
(Максимальная реакция в течение первых шести месяцев)

	Инфляция цен на продукты питания		Общий уровень инфляции		Базовая инфляция	
	До мая 1996 г.	После мая 1996 г.	До мая 1996 г.	После мая 1996 г.	До мая 1996 г.	После мая 1996 г.
Австрия	н.з. 1/	1,58	н.з.	0,19	н.з.	0,16
Бельгия	0,50	0,57	н.з.	н.з.	н.з.	н.з.
Финляндия	н.з.	0,99	н.з.	н.з.	н.з.	н.з.
Франция	н.з.	0,86	н.з.	0,40	н.з.	0,19
Германия	н.з.	1,28	н.з.	0,44	н.з.	0,50
Греция	н.з.	2,10	0,48	0,62	н.з.	н.з.
Италия	н.з.	0,52	н.з.	0,12	н.з.	0,08
Швеция	0,28	0,58	н.з.	0,26	н.з.	0,46
Соед. Королевство	0,22	0,96	н.з.	0,24	н.з.	0,27

Источник: оценки персонала МВФ.

Примечание. Импульсная реакция на шок в виде 10-процентного повышения мировых цен на продукты питания. Результаты представлены только по странам, в которых реакция была значимой на 90% уровне.

1/ "н.з." означает "не значимая".

⁴Структурный разрыв в ряде данных по международным ценам на продукты питания, по-видимому, имел место в 1996 году, что совпадает с повышением спроса на этанол в США и увеличением импорта кукурузы развивающимися странами, прежде всего Китаем и Мексикой (European Commission, 2008).

⁵До 1992 года ЕСП гарантировала минимальный уровень цен для производителей, устанавливала систему переменных тарифов и систему хранения и реализации избыточной продукции внутреннего производства. Эта система оказалась чрезвычайно «успешной» с точки зрения увеличения сельскохозяйственного производства, что привело к значительному избыточному производству и впоследствии обернулось крупными издержками для бюджета.

Вставка 5. Перспективы развития инфляции в зоне евро

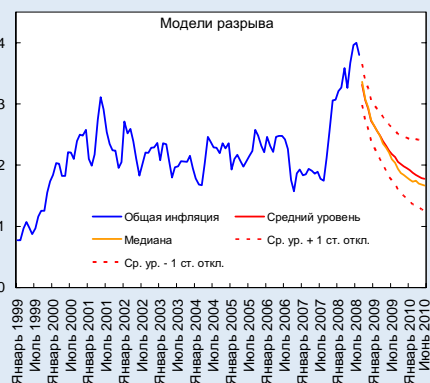
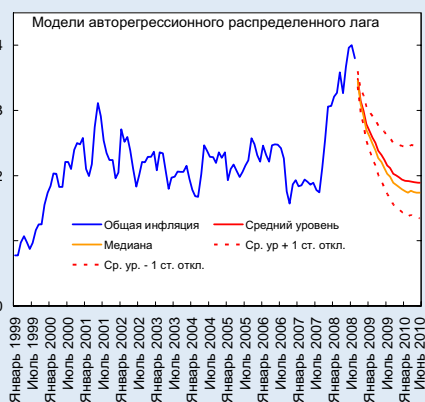
В настоящей вставке используется два подхода к формированию представлений о перспективах развития инфляции и рисках, угрожающих этому прогнозу. Первый предусматривает составление набора инфляционных прогнозов на основе значительного числа эмпирических прогнозных моделей¹. Преимущество такого подхода в том, что он позволяет учесть воздействие многочисленных макроэкономических переменных на процесс инфляции, а его недостаток — в его ретроспективной ориентации. Второй подход предполагает использование небольшой структурной модели зоны евро для прогнозирования инфляции². Преимуществами такого подхода является то, что он ориентирован на перспективу, принимает во внимание одновременный характер шоков и учитывает последствия ответных мер политики, осуществляемых ЕЦБ.

Результаты, полученные на основе набора моделей прогнозирования инфляции, показывают, что в предстоящие два года инфляция должна снизиться, однако существует риск того, что ее уровень может остаться несколько выше принятого ЕЦБ целевого уровня, «приближающегося, но не превышающего двух процентов» (первый рисунок). Распределение прогнозов инфляции указывает на существенные риски для центрального прогноза. В этой связи ключевое значение имеет взаимодействие между заработными платами и инфляционными ожиданиями, которые, как показывают критерии причинности Грейнджера, действительно действуют друг на друга. Ввиду повышенных инфляционных ожиданий в зоне евро директивным органам поэтому необходимо внимательно следить за продолжающимися переговорами о заработной плате.

Результаты, полученные на основе структурной модели, свидетельствуют о более благоприятном прогнозе инфляции. Прогнозируется, что в результате ужесточения денежно-кредитной политики и ожидаемого ослабления совокупного спроса инфляция опустится ниже двух процентов к концу 2009 года (второй рисунок). Таким образом, результаты модели подкрепляют точку зрения ЕЦБ о том, что после повышения ставки центрального банка на 25 базисных пунктов до 4,25 процента в июле «характер денежно-кредитной политики... будет содействовать достижению нашей цели» (см. ЕСВб 2008с).

Зона евро: прогнозы инфляции на основе макроэкономических моделей (начиная с июня 2008 года)

(Относительно того же периода предыдущего года, в процентах)



Источники: Евростат и оценки персонала МВФ.

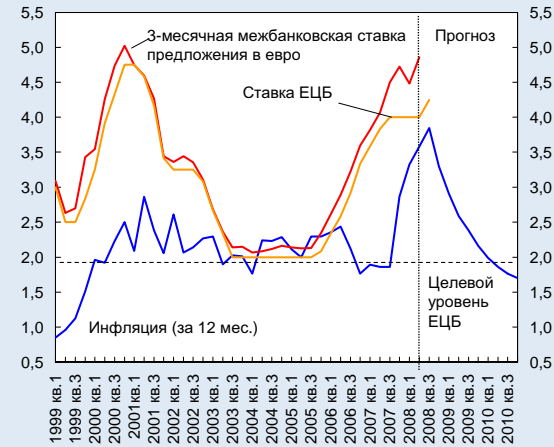
Примечание. Основным автором этой вставки является Эмиль Ставрев.

¹Методологию и более подробное описание системы прогнозирования см. в работе Stavrev (2006).

²Данная модель включает три бихевиористских уравнения: совокупного спроса, совокупного предложения (уравнение инфляции) и функции реакции денежно-кредитной политики. Важными элементами модели является доверие к центральному банку и ориентированность участников рынков на перспективу. Ее дополнительными свойствами являются оценки потенциального объема производства, который соответствует модели, и естественного уровня процентных ставок. Расчеты модели делаются при помощи байесовского метода на основе квартальных данных за период с первого квартала 1993 по второй квартал 2008 года.

В целом, результаты указывают на то, что ужесточение характера денежно-кредитной политики в сочетании с более медленными темпами роста экономики и более жесткими общими условиями финансирования позволит постепенно ослабить инфляционные импульсы. Тем не менее риски для инфляционного прогноза остаются значительными. Прогноз может оказаться завышенным, если рост реальной экономики замедлится более резко, чем это предполагается сейчас. С другой стороны, прогноз может оказаться заниженным в связи с сохранением рисков возникновения вторичных инфляционных последствий в условиях, когда инфляционные ожидания несколько превышают целевой уровень. В перспективе особое значение будут иметь события на рынке труда.

Зона евро: прогноз инфляции на основе структурной модели
(В процентах)



Источники: ЕЦБ и оценки персонала МВФ.
1/ На основе гармонизированного индекса потребительских цен.

Появились предварительные признаки, свидетельствующие о том, что повышение цен на биржевые товары приводит к более широкому давлению на цены в странах Европы с формирующимся рынком. За последний год в ряде стран незначительно увеличилась базовая инфляция, усилились инфляционные ожидания и возросли удельные затраты на рабочую силу (рис. 17–19)¹⁵. Причины этих изменений, разумеется, могут объясняться также перегревом экономики и неэластичностью рынков труда. Для того чтобы изолировать воздействие изменений цен на биржевые товары на базовую инфляцию от действия других факторов, реакция базовой инфляции на изменения внутренних цен на продукты питания и топливо была проанализирована в рамках системы VAR¹⁶. Результаты

¹⁵Базовая инфляция определяется как общий уровень инфляции за вычетом компонентов, связанных с ценами на продукты питания и энергоносители. Можно предположить, что в некоторых странах с формирующимся рынком эти исключенные позиции составляют значительную долю потребительской корзины.

¹⁶Ввиду того что внутренние факторы оказывают значительное воздействие на внутренние цены на продукты питания и топливо в странах с формирующимся рынком (а международные факторы играют лишь частичную роль), основное внимание обращается на последствия изменений внутренних цен на продукты питания и топливо для базовой инфляции

(продолжение)

Таблица 3. Реакция инфляции цен на продукты питания и энергоносители внутри страны на шоки инфляции международных цен на биржевые товары 1/
(процентных пунктов)

	Реакция внутренней инфляции цен на продукты питания на шоки инфляции международных цен на продукты питания 2/	Реакция внутренней инфляции цен на энергоносители на шоки инфляции международных цен на нефть 2/
Болгария	н.з. 3/	1,2
Хорватия	н.з.	0,1
Чешская Республика	н.з.	1,0
Эстония	3,6	1,9
Венгрия	2,6	н.з.
Латвия	2,2	1,0
Литва	3,6	1,2
Македония, БЮР	н.з.	1,6
Польша	2,5	0,6
Сербия	н.з.	1,6
Словения	н.з.	1,4
Словацкая Республика	1,1	1,8
Турция	4,0	1,8
Украина	6,0	н.з.
В среднем	3,2	1,3

Источник: расчеты персонала МВФ.

1/ Приводятся результаты лишь по тем странам, реакция которых значима на уровне 95 процентов.

Размер шоков: увеличение инфляции международных цен на продукты питания и нефть на 10 процентных пунктов.

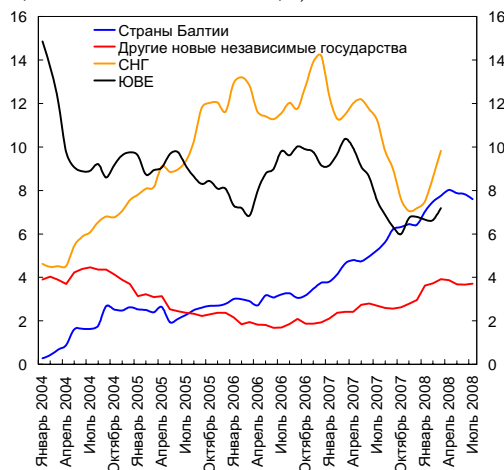
2/ Максимальная реакция на протяжении 12-месячного периода.

3/ "н.з." означает "не значима".

свидетельствуют о подверженности некоторых стран с формирующимся рынком возникновению вторичных последствий. Эффект распространения инфляции внутренних цен на продукты питания на базовую инфляцию внутри страны имеет положительное и существенное значение в восьми странах, а эффект распространения последствий увеличения цен на топливо на базовую инфляцию значителен в пяти странах (таблица 4).

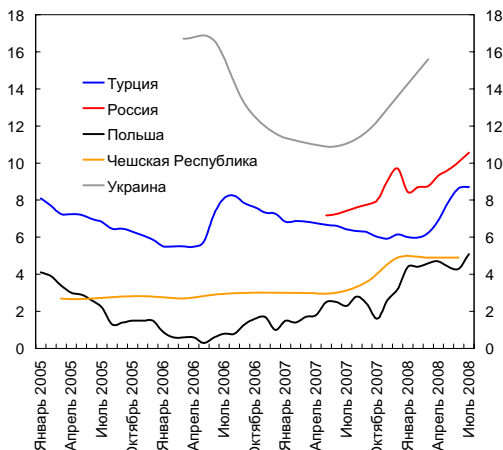
при учете таких обычных факторов воздействия, как давление со стороны спроса и изменения обменного курса.

Рис. 17. Базовая инфляция 1/
(Процентное изменение за 12 месяцев)



Источники: Евростат и официальные органы стран.
1/ Страны Балтии: Латвия, Литва и Эстония; другие новые независимые государства: Болгария, Венгрия, Польша, Румыния, Словацкая Республика, Словения, Чешская Республика; СНГ: Молдова и Украина; ЮВЕ: Албания, БЮР Македония, Сербия, Турция и Хорватия.

Рис. 18. Инфляционные ожидания на предстоящие 12 месяцев, 2005–2008 годы
(В процентах)



Источники: официальные органы стран и Consensus Economics.

Панельные оценки также свидетельствуют о возможном воздействии изменений цен на биржевые товары на базовую инфляцию¹⁷. За последний год инфляция внутренних цен на продукты питания была самым важным фактором увеличения базовой инфля-

¹⁷ Годовая базовая инфляция = $4,8 + 0,44 * \text{Годовая базовая инфляция}_{t-4} + 0,28 * \text{Разрыв ВВП}_{t-1} - 0,07 * \text{Уровень цен относительно уровня цен в ЕС-15}_{t-1} + 0,21 * \text{Годовая инфляция внутренних цен на продукты питания}_{t-1} + 0,07 * \text{Годовая инфляция внутренних цен на энергоносители}_{t-1} + 0,25 * \text{Годовое изменение ставки НДС} - 0,11 * \text{Годовое изменение номинального эффективного обменного курса}_{t-1} - 0,08 * \text{Ставка денежного рынка}_{t-6}$.

Таблица 4. Реакция базовой инфляции на шоки для внутренней инфляции цен на продукты питания и энергоносители 1/

(В процентных пунктах)

	Шок для внутр. инфляции цен на продукты питания 2/	Шок для внутр. инфляции цен на энергоносители 2/
Болгария	0,6	н.з. 3/
Чешская Респ.	1,4	н.з.
Эстония	1,3	н.з.
Латвия	1,2	н.з.
Литва	2,4	1,2
Македония	1,2	0,5
Румыния	3,0	н.з.
Сербия	н.з.	0,7
Словения	2,5	н.з.
Турция	н.з.	2,7
Украина	н.з.	1,0

Источник: расчеты персонала МВФ.

1/ Приводятся результаты только по тем странам, в которых реакция значима на уровне 95 процентов. Размер шока: увеличение внутренней инфляции цен на продукты питания и энергоносители на 10 процентных пунктов.

2/ Максимальная реакция на протяжении 12-месячного периода.

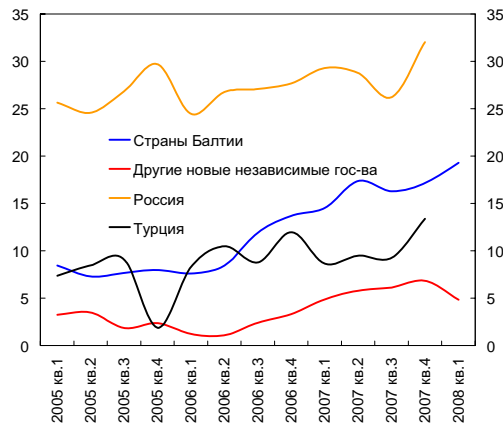
3/ "н.з." означает "не значима".

ции в странах Европы с формирующимся рынком. Другие факторы, такие как инфляционная инерция, изменения реального эффективного обменного курса и конвергенция цен играли менее важную роль.

Ответные меры политики

Директивные органы предпринимают различные меры, стремясь ослабить отрицательные последствия высоких цен на продукты питания и топливо для потребителей (таблица 5). В ряде стран была ужесточена денежно-кредитная политика, в других странах — внесены изменения в налоговую и тарифную политику. Правительства некоторых стран, реагируя на требования общественности, обсуждают возможность снижения налога на бензин. Однако результаты имитационного моделирования говорят о том, что такие меры будут контрпродуктивными (вставка 6). Как правило, бюджетно-налоговая и структурная политика должны быть направлены на устранение узких мест в сфере предложения, создание надлежащих стимулов для производителей и потребителей и формирование надежно функционирующей системы социальной защиты для наиболее уязвимых. В следующих разделах рассматриваются некоторые факторы, которые необходимо учитывать при разработке политики в условиях шоков изменения цен на биржевые товары.

Рис. 19. Изменения удельных затрат на рабочую силу, 2005–2007 гг. 1/
(В процентах)



Источник: ОЭСР и Haver Analytics.

1/ Страны Балтии: Латвия, Литва и Эстония. Другие новые независимые государства: Болгария, Венгрия, Польша, Румыния, Словацкая Республика, Словения и Чешская Республика. Не включены данные по Болгарии и Словении за четвертый квартал 2007 года и по Польше, Румынии и Словении за первый квартал 2008 года.

Необходимые ответные действия в области денежно-кредитной политики в условиях повышения цен на биржевые товары . . .

Резкое повышение цен на биржевые товары ставит непростые задачи перед разработчиками денежно-кредитной политики в странах-импортерах биржевых товаров. Увеличение затрат на производственные ресурсы ведет к снижению реального роста экономики, создавая давление в сторону увеличения инфляции. Определение траектории изменения процентных ставок, позволяющей плавно осуществить корректировку экономики, — сложнейший эквилибристический трюк. Из опыта 1970-х годов известно, что ошибочная политика может обернуться серьезными отрицательными последствиями для экономики¹⁸. Вели-

¹⁸ В 1970-х годах резкий рост цен на биржевые товары происходил на фоне возрастающей инфляции и низких процентных ставок. Работники, получающие заработную плату, организованные в мощные профсоюзы, стремились сохранить покупательную способность и требовали повышения заработной платы, что привело к возникновению вторичных инфляционных последствий. Реагируя на шок повышения цен на биржевые товары, разработчики денежно-кредитной политики вначале сосредоточили внимание на задаче поддержания высоких темпов экономического роста и продолжали смягчать денежно-кредитную политику, что еще более усилило инфляцию. Высокая инфляция приобрела хронический характер во многих странах. Впоследствии инфляции удалось снизить благодаря значительному и длительному ужесточению денежно-кредитной (продолжение)

Таблица 5. Страны Европы с развивающимся рынком и развивающиеся страны: меры политики в ответ на инфляционное давление 1/

	Повышения ставки центр.банка/стерилизация	Непосредственные меры 2/	Пруденциальные меры в отношении кредита	Корректировка целевого уровня инфляции	Повышение обменного курса	Ужесточение налогово-бюджетной политики	Другие меры политики 3/
Болгария	✓	✓ (1, 3)				✓	10
Хорватия		✓ (1, 2, 3)	✓				2, 3, 5
Чешская Республика	✓				✓		4
Эстония			✓			✓	
Венгрия	✓		✓			✓	6, 7
Израиль	✓				✓		3
Латвия		✓ (1 снижены)				✓	3
Литва			✓				3 (продукты питания), 4 (топливо)
Польша	✓				✓	✓	4, 10
Румыния	✓		✓				2, 5, 8, 9
Россия	✓	✓ (1, 2)					2
Сербия	✓		✓				9
Словацкая Республика	✓				✓		4
Турция	✓			✓ 4/			(де-факто)
Украина	✓	✓ (2)	✓	✓ 5/	✓	✓ лишь недавно	2, 5, 6 (ождается), 7

Источники: доклады МВФ по странам и документы МВФ по отдельным вопросам; данные по странам территориальных департаментов доклады об инфляции и веб-сайты центральных банков стран; Economy Watch; статьи в средствах массовой информации.

1/ Данная таблица была предоставлена Индики Отвар-Робб.

2/ 1 = резервные требования, 2 = контроль за движением капитала, 3 = контроль за кредитами.

3/ 1 = повышение налога на энергоносители; 2 = повышение налога или ограничений на экспорт;

3 = понижение НДС, налогов на продажу отдельных товаров (продуктов питания, энергоносителей и т.п.);

4 = повышение НДС, других налогов на отдельные товары; 5 = увеличение субсидий (явных или скрытых)

на сельскохозяйственные продукты/энергоносители; 6 = системы социальной защиты;

7 = повышение минимальной заработной платы; 8 = снижение импортных тарифов;

9 = регулирование цен или моральное воздействие в целях удержания цен на низком уровне;

или моральное воздействие в целях удержания цен на низком уровне; 10 = повышение регулируемых цен.

4/ Вначале изменение горизонта прогнозирования и инфляционного прогноза;

затем — корректировка целевого уровня в сторону повышения.

5/ Корректировка в сторону повышения государственного прогноза инфляции.

чина этих экономических последствий и необходимые ответные действия в области денежно-кредитной политики будут зависеть, в числе прочих факторов, от наличия номинальной и реальной неэластичности в экономике, причин повышения цен на нефть и уровня доверия к экономической политике.

. . . зависят от гибкости рынков труда . . .

Что могут предпринять производители в ответ на увеличение затрат, не связанных с оплатой труда? В краткосрочном плане они могут согласиться со снижением прибылей. Однако рынки капитала вознаграждают фирмы, отличающиеся более высокими нормами прибыли, поэтому снижение прибыльности может служить лишь временным решением. В среднесрочной перспективе фирмам необходимо либо повысить производительность, либо снизить реальные заработные платы¹⁹. Если заработные платы отличаются

политики, издержками которого стали существенные потери для производства продукции и высокая безработица.¹⁹ Теоретически при увеличении цены на ресурсы (энергоносители) в производственной функции уменьшается приростной продукт труда, что вызывает необходимость соответствующей корректировки реальных заработных плат. Энергоемкие фонды становятся устаревшими, поэтому основные производственные фонды также сокращаются. В целом, увеличение цен на биржевые товары равнозначно возникновению отрицательного шока снижения производительности и, следовательно, потенциальному сокращению выпуска продукции.

Вставка 6. Эффект снижения налогов на бензин

Снижение налогов на бензин рассматривается правительствами некоторых стран как возможный способ смягчения последствий повышения цен на нефть для потребителей. Хотя использование социальной политики в целях защиты наиболее уязвимых групп от повышения цен на биржевые товары представляется небезосновательным, предлагаемое общее снижение налогов на бензин не является эффективной политикой в силу трех причин. Во-первых, эта мера не носит адресного характера. Во-вторых, спрос на нефть повысится по сравнению с тем, каким он был бы в отсутствие такой интервенции, а следовательно возрастет и цена на нефть. Наконец, снижение налогов на бензин придется финансировать за счет повышения других налогов, что вполне может обернуться отрицательными последствиями для роста экономики.

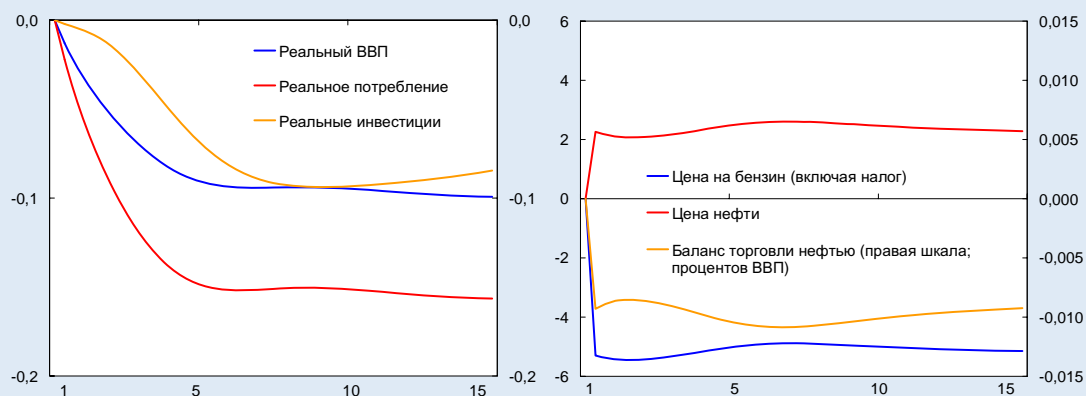
Экономические последствия снижения налога на бензин оцениваются на основе расширенной версии Модели глобальной экономики МВФ (МГЭ), в которую прямо включены производство и торговля нефтью (Elektdag and others, 2008, и Lalonde and Muir, 2008).

Реакция со стороны цен на нефть, выпуска продукции, потребления и инвестиций в зоне евро на 10-процентное снижение адвалорных налогов на бензин иллюстрируется на приведенном рисунке. Предполагается, что снижение налогов на бензин финансируется за счет повышения налогов на трудовые доходы, что оказывает значительное понижающее воздействие на предложение рабочей силы. В результате снижения налога на бензин замедляется процесс замещения потребления энергоресурсов другими видами потребления. Цены на нефть повышаются относительно базисного уровня, что в определенной мере нейтрализует последствия снижения налога на бензин для потребителей. Баланс торговли нефтью ухудшается, а реальный обменный курс снижается, стимулируя экспорт и вытесняя импорт. Повышение налогов на рабочую силу приводит к сокращению общей занятости и инвестиций. Потребление снижается как вследствие отрицательного эффекта богатства, обусловленного повышением цен на нефть, так и в результате сокращения производственного потенциала и реального дохода.

Более целесообразный подход состоит не в снижении налогов на бензин или продукты питания, а в создании сети социальной защиты с точной адресной направленностью. С точки зрения эффективности лучше переложить все повышение цены на биржевой товар на потребителей, поскольку это будет стимулировать производителей к увеличению производства, а потребителей — к коррекции спроса. С точки зрения справедливости снижение ставок налогообложения потребления принесет непропорционально большие выгоды домашним хозяйствам с высокими доходами, поскольку они потребляют относительно большую долю всех товаров (в том числе энергоресурсов и продуктов питания). Однако продукты питания составляют значительную долю потребительской корзины беднейших домашних хозяйств, и поэтому именно эта категория населения меньше других способна справиться с повышением цен. Политика адресных трансфертов позволит смягчить последствия повышения цен на биржевые товары для наиболее уязвимых групп населения и при этом не приведет к возникновению искажений или неоправданному бремени расходов для бюджета.

Зона евро: снижение ставки налога на бензин на десять процентов

(Отклонение от базисной линии, процентов)



Источник: предоставленные Дирком Муиром результаты моделирования, выполненного на основе модели в работе Elektdag and others (2008).

Примечание. Основными авторами этой вставки являются Дора Иакова, Даглас Лэкстон и Дирк Муир.

неэластичностью в сторону их снижения, органам денежно-кредитного регулирования приходится повышать процентные ставки, чтобы не допустить образования спирали роста цен и заработных плат.

Имитационные модели позволяют проиллюстрировать последствия временной резистентности заработных плат после увеличения цен на нефть (рис. 20)²⁰. При базисном сценарии (сплошная линия) происходит быстрая коррекция заработных плат в ответ на повышение цен на нефть, обусловленное нарушениями в поставках нефти. Второй сценарий (точечная пунктирная линия) предполагает, что реальные заработные платы остаются неизменными в течение двух лет, а затем постепенно снижаются до уровня нового равновесия. В последнем случае возникает повторная вспышка инфляции (вторичный эффект), вызванная тем, что фирмам приходится повышать цены для выплаты более высоких заработных плат. Для того чтобы инфляция вернулась на целевой уровень, процентные ставки должны повышаться на большую величину и дольше оставаться на высоком уровне. Жесткая денежно-кредитная политика обернется в этом случае большими производственными потерями, чем при сценарии, предполагающем гибкость рынков труда. Таким образом, в случае быстрой коррекции реальных заработных плат появляется возможность для некоторого смягчения денежно-кредитной политики в ответ на повышение цен на биржевые товары, что позволит свести к минимуму последствия для реальной экономики. Однако если быстрой коррекции не происходит, то в этом случае денежно-кредитная политика должна оставаться жесткой, для того чтобы не допустить возникновения вторичных последствий.

Благодаря структурным реформам эластичность рынков труда в Европе в последние два десятилетия повысилась. Уровень занятости в ряде стран характеризовался тенденцией к повышению. Кроме того, глобализация рынков труда и, прежде всего, высокая подвижность рабочей силы в Европейском Союзе помогли удержать рост заработных плат примерно на уровне роста производительности труда. В результате этого коррекция заработных плат должна быть менее резкой, чем в 1970-х годах. Однако

оценка на основе различных показателей неэластичности рынков труда показывает, что многие страны Европы с развитой экономикой по-прежнему относятся к странам с относительно негибкими рынками труда, а некоторые из них до сих пор применяют индексацию заработных плат. Этим объясняется то, почему разработчики политики продолжают уделять столь пристальное внимание наблюдениям за динамикой заработной платы в Европе.

... от доверия к разработчикам денежно-кредитной политики и их опытности...

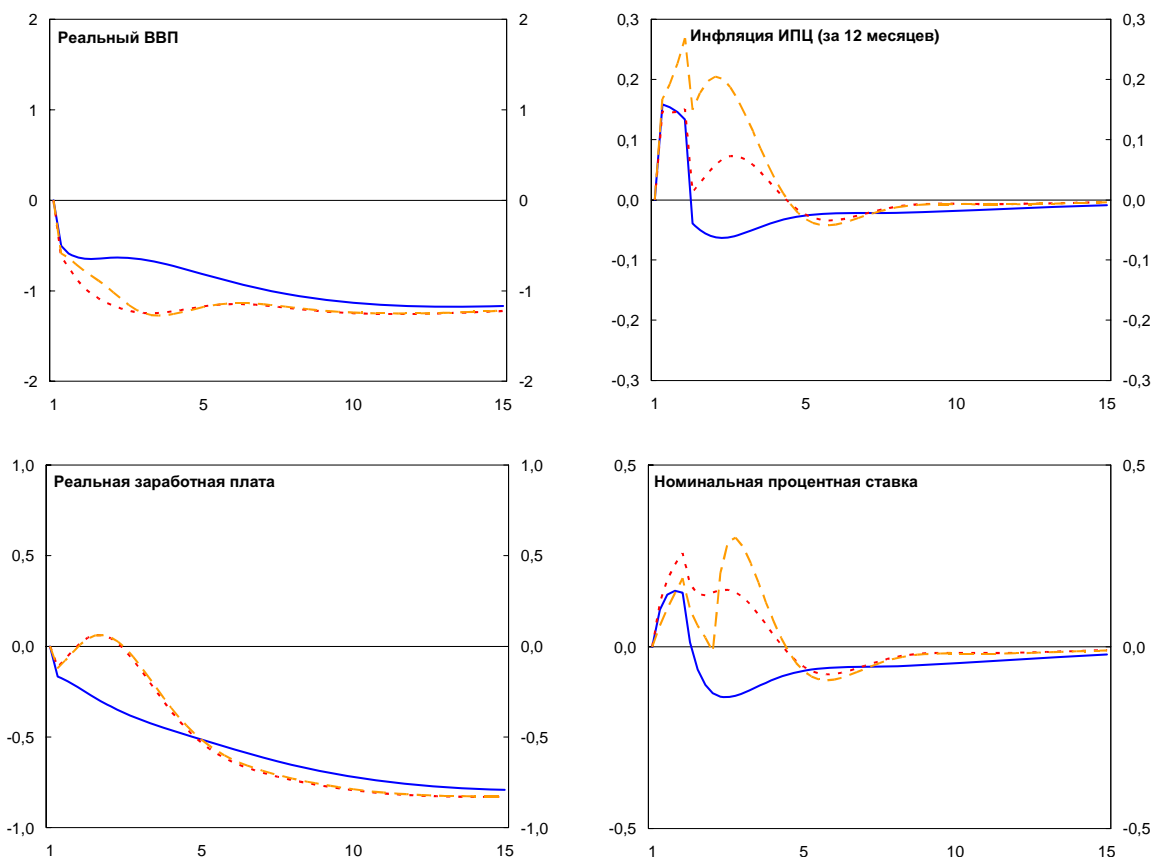
Необходимые ответные меры в области денежно-кредитной политики зависят также от уровня доверия к политике. Чем крепче уверенность в том, что центральный банк будет настойчиво бороться с инфляцией, тем вероятнее сохранение контроля над инфляционными ожиданиями и тем легче снизить инфляцию. За прошедший год несколько центральных банков в Европе, в том числе Европейский центральный банк, ужесточили свою политику, стремясь продемонстрировать приверженность достижению целевого уровня инфляции. В некоторых странах с формирующимся рынком, в которых есть признаки перегрева экономики, а доверие к директивным органам еще окончательно не сформировалось, денежно-кредитную политику, возможно, необходимо будет дополнительно ужесточить.

Пережив опыт 1970-х годов, разработчики денежно-кредитной политики пришли к осознанию того, что повышение цен на биржевые товары, вызванное сокращением поставок, приводит к снижению производительного потенциала экономики. В результате этого происходит временное снижение темпов реального роста, а попытки стимулировать экономику в целях сохранения высоких темпов роста оборачиваются лишь усилением инфляционного давления. Последствия такой ошибочной политики проиллюстрированы на рис. 20 (штриховая пунктирная линия). Моделируется ситуация, когда разработчики политики продолжают ориентироваться на достижение высоких темпов роста экономики, не осознавая того, что уровень потенциального объема производства снизился. В этом случае денежно-кредитная политика

²⁰Такой моделью является Модель глобальной экономики МВФ, расширенная за счет добавления цен на энергоносители и откалиброванная для зоны евро. Подробную информацию о калибровке модели и имитационных моделях можно получить у Доры Иаковой.

Рис. 20. Резистентность заработной платы и ошибочная политика

(Отклонение от базисного уровня в процентных пунктах)



Источник: результаты имитационного моделирования на базе Модели глобальной экономики МВФ.
 Примечание. Сплошная линия = шок предложения в энергетическом секторе; точечная пунктирная линия = шок предложения с временной резистентностью заработной платы; штриховая пунктирная линия = временная резистентность заработной платы и ошибочная политика.

в начале имеет открыто выраженный экспансионистский характер, а резкое увеличение инфляции отличается большей, чем в базисном сценарии, величиной и продолжительностью²¹.

На практике оценка сокращения потенциального объема производства в результате шока повышения цен на энергоносители связана с непростыми методологическими проблемами и проблемами данных. Результаты выполненного персоналом МВФ анализа

²¹В этой модели принимается, что разработчики политики спустя два года осознают свою ошибку и корректируют меры политики. Поскольку модель предполагает наличие рациональных ожиданий, опирающихся на целевой показатель инфляции, это не приводит к значительным издержкам в плане производственных потерь. В реальном мире есть дополнительный усложняющий момент — когда инфляционные ожидания начинают превышать целевой уровень и доверие к центральному банку падает, снижение инфляции становится чрезвычайно дорогостоящим делом.

указывают на то, что рост нефтяных цен в 2007–2008 годах может обернуться для стран Европы снижением уровня потенциального производства примерно на $\frac{1}{2}$ – $\frac{3}{4}$ процентного пункта (вставка 7). Разработчикам политики, особенно в некоторых странах с формирующимся рынком, нельзя поддаваться искушению сохранить исключительно высокие темпы роста, характерные для последних лет, чтобы не допустить перегрева экономики. Сегодня это особенно важно, поскольку в отличие от бурного повышения цен на биржевые товары в 1970-х годах современный период роста этих цен вызван одновременно и ограниченностью предложения нефти, и избыточным спросом на нефть. В следующем разделе объясняется, почему имеют значение причины энергетического дисбаланса.

... и от причины возникновения давления на цены на нефть

Влияет ли источник возникновения дисбаланса на рынке энергоносителей — избыточный мировой спрос или ограниченное предложение — на то, какими будут последствия шока повышения цен на нефть для инфляции и реальной экономики? В поисках ответа на этот вопрос было проведено два имитационных моделирования с использованием Модели глобальной экономики МВФ, откалиброванной для зоны евро. В первой модели рост цен на нефть вызван сокращением возможностей нефтеснабжения. Во второй повышение производительности в странах с формирующимся рынком ведет к увеличению мирового спроса и повышению цены на нефть. Результаты свидетельствуют о различиях между итоговыми экономическими показателями (которые зависят от источника дисбаланса) и необходимыми ответными мерами политики (вставка 8).

В случаях, когда причиной роста цен на энергоносители является сокращение предложения нефти, производственный потенциал мировой экономики однозначно снижается. Если рынки труда эластичны, а работники согласны пойти на разовое сокращение своей реальной заработной платы в размере, равном снижению производительности труда, то коррекция относительных цен произойдет быстро, а повышение инфляции будет временным. Однако если причиной роста цен на энергоносители является повышение производительности труда в странах с формирующимся рынком, то долгосрочные последствия этого будут иными. Для зоны евро это обернется увеличением спроса на экспортируемые товары и повышением относительных цен на предметы экспорта, что позволит нейтрализовать, хотя бы в некоторой степени, отрицательные последствия роста цен на нефть для объемов производства. Увеличение глобального спроса повлечет за собой рост заработных плат внутри страны и приведет к возникновению давления в сторону повышения инфляции. При втором сценарии необходимо будет длительное время поддерживать повышенный уровень процентных ставок для того, чтобы снизить инфляцию.

Сегодняшний период бурного роста цен на энергоносители связан с действием факторов как предложения, так и спроса. Из приведенного выше анализа следует, что органам денежно-кредитного регулирования в Европе необходимо особенно внимательно следить за инфляционными последствиями повышения цен на биржевые товары в случаях, когда одной

из главных причин роста цен на энергоносители является повышение производительности труда в странах с формирующимся рынком. Если разработчики политики будут усматривать причины быстрого повышения цен на биржевые товары только в сокращении возможностей нефтеснабжения, это приведет к еще большему усилению инфляционного давления.

Выводы для экономической политики

Приведет ли бурный рост цен на биржевые товары к устойчивому увеличению инфляции в Европе? В случае стран с развитой экономикой эмпирические результаты, приводимые в настоящей главе, дают основание для осторожного оптимизма. В отличие от 1970-х годов шоки повышения цен на энергоносители в последние два десятилетия не оказывали значительного воздействия на базовую инфляцию. Несмотря на сохраняющиеся элементы неэластичности гибкость рынка труда повысилась, уровень доверия к денежно-кредитной политике остается высоким, а экономика ослабевает, что должно содействовать ослаблению вторичных последствий. Вместе с тем воздействие на базовую инфляцию может еще привести к ее неожиданному всплеску. При выборе оптимального курса денежно-кредитной политики директивными органам стран с развитой экономикой необходимо будет и далее внимательно подходить к определению правильного баланса между рисками повышения прогнозируемой инфляции и антиинфляционными последствиями замедления деловой активности.

В странах с формирующимся рынком, в которых продукты питания могут составлять до 50 процентов потребительской корзины, значительное увеличение цен на продукты питания способно оказать большее, чем одновременно происходящее повышение цен на нефть, влияние на инфляционные ожидания и повышение базовой инфляции. Поэтому в странах, в которых шоки повышения цен на биржевые товары дополнительно усиливают уже существующее, вызванное перегревом экономики давление на цены, а доверие к денежно-кредитной политике еще окончательно не укрепилось, возможно, будет оправдан более жесткий курс денежно-кредитной политики. В странах, в которых несмотря на замедление экономической активности сохраняется высокий уровень инфляции, разработчикам политики необходимо противостоять нажиму в пользу сохранения высоких темпов роста, достигнутых в последнее время. В некоторых странах с формирующимся рынком, применяющих фиксированные обменные курсы,

Вставка 7. Последствия высоких цен на нефть для потенциальных объемов производства в Европе

Одним из важнейших соображений, которым должны руководствоваться разработчики политики при определении мер в ответ на шоки изменения цен на нефть, является то, в какой мере такие шоки воздействуют на производственный потенциал экономики. Несмотря на снижение нефтеемкости производства в Европе в последние десятилетия (первый рисунок) результаты панельных VAR, оценок производственной функции и имитационного моделирования на основе эмпирических моделей роста по европейским странам-импортерам нефти показывают, что повышение цен на нефть в 2007–2008 годах способно привести к снижению уровня потенциального производства на примерно $\frac{1}{2}$ – $\frac{3}{4}$ процента.

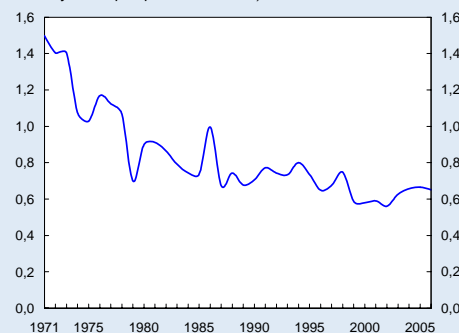
Данные временных рядов

Среднесрочное воздействие изменения цен на нефть на реальный объем производства в странах с развитой экономикой определяется с помощью панельной VAR¹. Оценки модели осуществляются отдельно для периодов 1960–1983 годов и 1984–2007 годов, аналогично работе Blanchard and Gali (2007), в которой показано, что воздействие цен на нефть на выпуск продукции в США в первый период было значительно более высоким. Результаты за период 1960–1983 годов показывают, что увеличение цены нефти на одно стандартное отклонение (\$12,20) приводит к снижению реального ВВП на 1,3 процента в среднесрочной перспективе. Однако повышение цены нефти на одно стандартное отклонение в период 1984–2007 годов (\$15,40) приводит к снижению реального ВВП всего на примерно 0,25 процента (второй рисунок). Таким образом, отрицательное воздействие нефти на выпуск продукции заметно ослабло в последние десятилетия. Из этих расчетов следует, что увеличение цен на нефть в 2007–2008 годах может привести к сокращению ВВП на 0,8 процента в среднесрочной перспективе в случае наихудшего сценария.

Данные, полученные на основе производственной функции и панели межстрановых сравнений

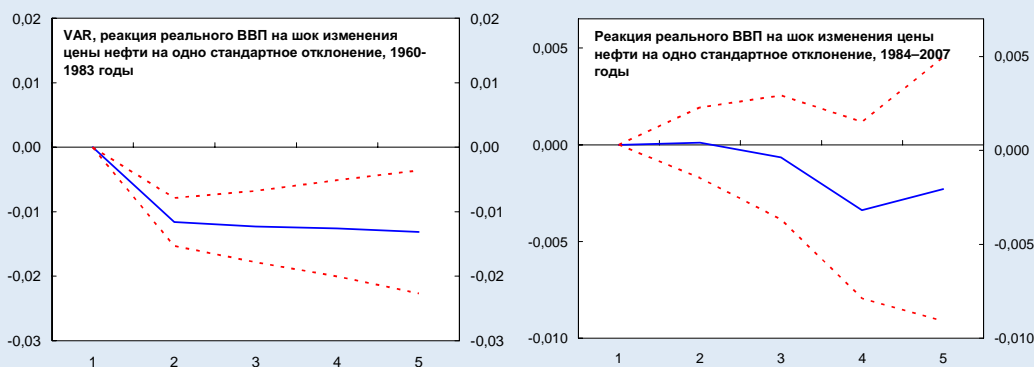
Расчеты, выполненные на основе производственной функции по всем европейским странам, являющимся чистыми импортерами нефти, говорят о том, что недавнее повышение цен на нефть (45 долларов за баррель в 2008 году) может привести к среднегодовому снижению реального прироста ВВП в размере 0,2 процентного пункта в предстоящие четыре года в равной мере как в странах с развитой экономикой, так и в странах

Европейские страны-импортеры нефти с развитой экономикой: нефтеемкость производства, 1971–2005 годы
(Чистый импорт нефти в баррелях в расчете на тысячу долларов реального ВВП)



Источники: МВФ, «Перспективы развития мировой экономики» и расчеты персонала МВФ.

Европейские страны-импортеры нефти с развитой экономикой: функции импульсной реакции и реакция реального ВВП на изменения цены нефти, 1960–1983 и 1984–2007 годы



Источник: расчеты персонала МВФ.

Примечание. Основным автором данной вставки является Атанасиос Вамвакидис.

¹В выборку включены европейские страны с развитой экономикой, являющиеся чистыми импортерами нефти в период 1960–2007 годов. Страны Европы с формирующимся рынком не включены, поскольку имеющиеся по ним временные ряды данных о ВВП относительно коротки для анализа такого рода.

с формирующимся рынком (первый столбец в таблице)². Результаты чувствительны к принятию предположений в отношении эластичности цены на нефть. В таблице указана срединная точка диапазона возможных оценок³.

Оценки, выполненные на основе эконометрической модели роста, указывают на то, что недавнее повышение цен на нефть в среднесрочной перспективе приведет к среднегодовому снижению роста в европейских странах-импортерах нефти на 0,3 процентного пункта. В частности, при более высоком уровне цен на нефть, прогнозируемом на период 2006–2010 годов⁴, годовые темпы роста могут снизиться в этот период на 0,2 процентного пункта в странах-импортерах нефти с развитой экономикой и на 0,4 процентного пункта в странах с формирующимся рынком⁵. Эти оценки получены с помощью модели панельной регрессии с фиксированными страновыми эффектами, которая охватывает данные по 77 странам-импортерам нефти (европейским и неевропейским) за период с 1965 по 2005 год. Зависимой переменной является средний реальный прирост ВВП в расчете на душу населения. В состав независимых переменных входят стандартные детерминанты роста экономики, приводимые в литературе. Наряду с ними в регрессию включена цена на нефть, дефлятированная на индекс потребительских цен в США, и ее взаимодействие с лаговым чистым импортом нефти в баррелях в расчете на тысячу долларов реального ВВП. Результаты приведены во втором столбце таблицы⁶.

Воздействие цены на нефть на потенциальный прирост реального ВВП в европейских странах-импортерах нефти
(На основе приведенных в ПРМЭ предположений относительно цен нефти в 2008–2010 годах)

	Воздействие на потенциальный рост по оценкам на основе производственной функции Кобба-Дугласа	Воздействие на потенциальный рост по оценкам на основе панельной регрессии роста с фиксированными страновыми эффектами при нейтрализации влияния других детерминантов роста
Европа, в среднем <i>в т.ч.:</i>	-0,2	-0,3
Страны с развитой экономикой	-0,2	-0,2
Страны с формирующимся рынком	-0,2	-0,4

Источник: расчеты персонала МВФ.

²Предполагается, что технология характеризуется функцией Кобба-Дугласа с тремя факторами — капиталом, трудом и нефтью, и постоянным эффектом масштаба. Для оценки запаса капитала в европейских странах с развитой экономикой используется метод непрерывной инвентаризации. По странам с формирующимся рынком оценки запаса капитала взяты из апрельского 2008 года выпуска «Перспектив развития региональной экономики: Европа», глава 3. Расход нефти в процессе производства принимается равным дефициту нефтяной торговли каждой страны в баррелях. Доля труда в доходе такая же, как и в апрельском 2008 года выпуске «Перспектив развития региональной экономики: Европа», глава 3, или в работе Barro and Sala-I-Martin (2004). Доля нефти в доходе рассчитывается в виде отношения дефицита нефтяной торговли каждой страны в долларах США к ВВП в долларах США. Исходя из предположения о постоянном эффекте масштаба доля капитала в доходе равна единице минус доли труда и нефти в доходе.

³Оценки представляют собой срединную точку двух крайних сценариев: согласно одному крайнему варианту, страна не меняет объемов чистого импорта нефти в баррелях при увеличении цены нефти, и в этом случае величина отношения импорта нефти к ВВП возрастает пропорционально повышению цены нефти; согласно другому, страна сохраняет долю чистого импорта нефти в ВВП неизменной, и в этом случае импорт нефти в баррелях в среднесрочной перспективе корректируется, полностью отражая увеличение цены на нефть.

⁴Средняя цена на нефть в период 2006–2010 годов принимается равной 89 долларам США в соответствии с предположениями относительно глобальных показателей в последнем выпуске «Перспектив развития мировой экономики», что представляет собой увеличение на 55 долларов в номинальном исчислении и на 129 процентов в реальном исчислении по сравнению с предыдущим пятилетним периодом.

⁵Эти оценки следует рассматривать как верхний предел возможного диапазона, который будет уменьшаться по мере того, как страны будут снижать нефтеемкость производства, приспосабливаясь к ценовому шоку.

⁶Рассчитанная модель имеет следующий вид (гетероскедастично непротиворечивая *t*-статистика приводится в скобках): $-3,69(-4,89)$ душевой ВВП $-4,74(-2,96)$ коэффициент зависимости от возраста $+0,16(4,64)$ инвестиции/ВВП $+0,03(4,60)$ торговля/ВВП $+0,29(3,27)$ чистый импорт нефти в баррелях на тысячу долларов ВВП $-0,004(-0,27)$ реальная цена нефти $-0,006(-3,82)$ чистый импорт нефти в баррелях на тысячу долларов ВВП * реальная цена нефти $+0,73(3,96)$ временной тренд; adj. R^2 0,49.

Включение фиксированных страновых эффектов оправдано на основании критерия Хаусмана. Цена нефти статистически значима только при взаимодействии с нефтеемкостью производства.

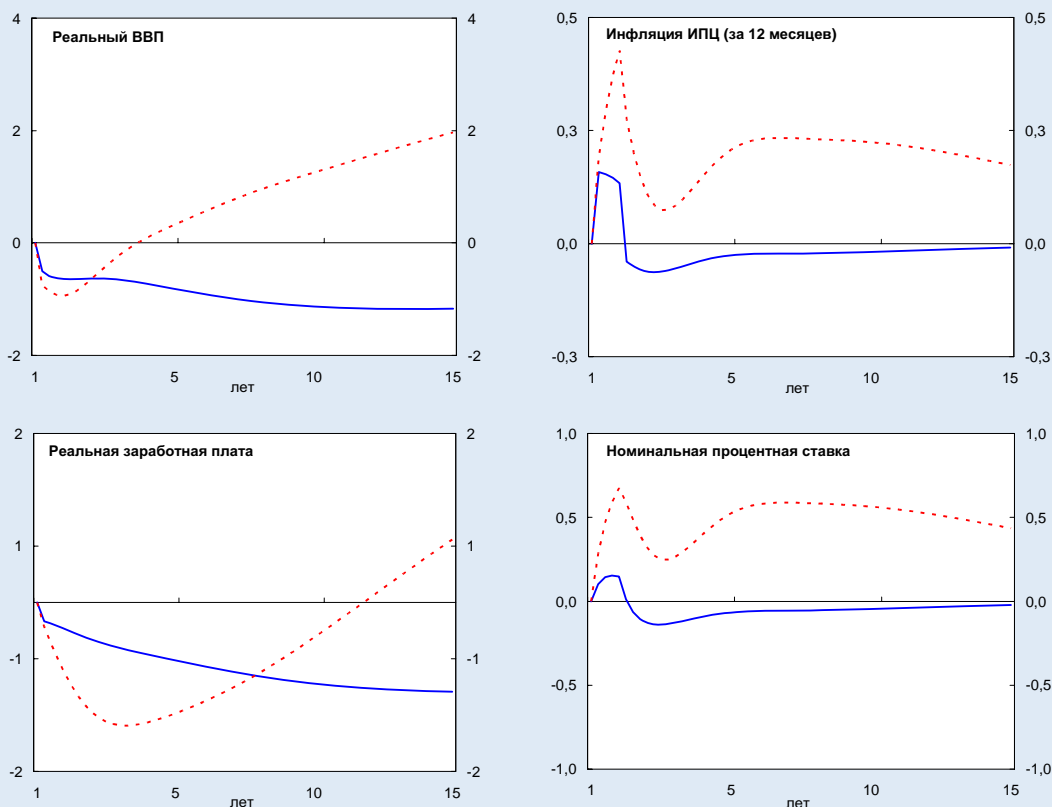
Вставка 8. Имеет ли значение, чем вызван энергетический дисбаланс?

Для оценки роли различных причин возникновения энергетических дисбалансов в настоящей вставке описывается две имитационные модели, построенные на основе Глобальной экономической модели МВФ (ГЭМ)¹. В первой из них причиной повышения цен на нефть является сокращение возможностей нефтеснабжения. Во второй повышение производительности труда в странах с формирующимся рынком приводит к увеличению глобального спроса и цен на нефть.

В первой модели перманентное повышение цены нефти примерно на 50 процентов вызвано снижением поставок нефти. Повышение цен на энергоносители (производственного ресурса) приводит к перманентному снижению реальных объемов производства на один процентный пункт, сокращению запаса капитала, уменьшению приростной производительности труда и, как следствие, снижению реальной заработной платы (сплошная линия на графике). Инфляция потребительских цен незначительно увеличивается в ответ на шок, а затем за два года возвращается на целевой уровень. В данном случае предполагается,

Альтернативные причины повышения цен на энергоносители

(Отклонение от базисного уровня в процентных пунктах)



Источник: МВФ, результаты моделирования на основе Глобальной экономической модели.

Примечание. Сплошная линия — шок предложения в энергетическом секторе; пунктирная линия — шок производительности труда в секторе внешнеторговых товаров остального мира.

Примечание. Основным автором этой вставки является Дора Иакова.

¹ГЭМ — это крупная макроэкономическая модель, расширенная за счет добавления энергетического сектора. Строится версия модели, охватывающая две страны, которые представляют зону евро и остальной мир. Зона евро является чистым импортером энергоносителей. Производство энергоносителей осуществляется с использованием фиксированного фактора (земли), труда и капитала, и энергоносители могут использоваться как в качестве промежуточного производственного ресурса в процессе производства, так и в форме конечного потребительского продукта. Общее описание ГЭМ см. в работе Laxton and Pesenti (2003). В работе Hunt (2006) описываются процедуры включения энергоносителей в ГЭМ. Наша модель построена на основе калибровки зоны евро, используемой в работе Bebee and Hunt (2008).

что домашние хозяйства соглашаются на снижение реальных заработных плат, не оказывая этому никакого сопротивления. Таким образом, увеличение затрат на энергоносители компенсируется за счет снижения реальных заработных плат и, следовательно, не ведет к возникновению каких-либо вторичных последствий, воздействующих на инфляцию потребительских цен. При таких предположениях органы денежно-кредитного регулирования могут позволить себе пойти на временное увеличение общего уровня инфляции, а реальные процентные ставки остаются в целом неизменными.

Во второй модели аналогичное повышение цен на энергоносители достигается в результате предполагаемого ускорения роста производительности труда в секторе внешнеторговых товаров в остальном мире. Это позволяет отразить представления о том, что быстрый рост экономики в азиатских странах с формирующимся рынком был важным фактором повышения спроса и цен на энергоносители. Повышение производительности в секторе внешнеторговых товаров за рубежом приведет к снижению цен внешнеторговых товаров, импортируемых в зону евро. Положительное воздействие на условия торговли, оказываемое снижением цен на неэнергоносители, позволит компенсировать отрицательные последствия повышения цен на энергоносители для увеличения производства внутри страны. Кроме того, в результате роста доходов за границей увеличится спрос на товары, экспортируемые из зоны евро. Обменный курс в зоне евро снизится (в результате эффекта Балашши-Самуэльсона), создав дополнительные стимулы для экспорта. В этом случае снижение реального ВВП будет носить временный характер. По мере увеличения объемов экспорта и улучшения условий торговли рост ВВП возобновится и в долгосрочной перспективе превысит базовый уровень².

В отличие от первой модели повышение инфляции во второй модели носит чрезвычайно устойчивый характер. Это связано с возобновлением роста реальной заработной платы и усилением давления со стороны спроса в результате повышения спроса на экспорт и эффекта богатства, возникающего в связи с улучшением условий торговли. При таком сценарии необходимо длительное время сохранять повышенный уровень процентных ставок, для того чтобы ограничить инфляционное давление.

²Точная величина такого положительного эффекта будет зависеть от прямых торговых связей между зоной евро и стремительно развивающимися странами с формирующимся рынком. В реальности экономические показатели будут испытывать влияние и ряда других факторов. В некоторых крупных странах с формирующимся рынком осуществляется политика регулирования цен на энергоносители, вследствие которой повышение международных цен на энергоносители не может привести к ослаблению спроса в этих странах. В результате этого цены на нефть будут более высокими, чем это было бы в отсутствие такой политики. Политика фиксации обменного курса относительно доллара, которой следуют некоторые страны с формирующимся рынком и экспортеры нефти, также может привести к отсрочке экономической коррекции и ослаблению описанных выше эффектов.

возможно, оправдано будет сохранять жесткий курс налогово-бюджетной политики для того, чтобы не допустить возникновения вторичных последствий.

И в странах с развитой экономикой, и в странах с формирующимся рынком бюджетно-налоговая и структурная политика должны быть направлены на устранение узких мест в сфере предложения и создание правильных стимулов для производителей и потребителей. Всеобщие субсидии и снижение налогов на биржевые товары могут обернуться бюджетными издержками (принося выгоды прежде всего домашним хозяйствам с относи-

тельно высокими доходами) и привести к искажению ценовых сигналов, а это, в конечном итоге, может вылиться в усиление глобального давления на цены. Признавая недостатки мер такого рода, государства-члены ЕС в июне текущего года подтвердили Манчестерскую договоренность 2005 года, призывавшую не допускать использования вносящих искажения мер бюджетно-налоговой и иной политики, и выразили поддержку принятию своевременных и точно адресованных мер.

В некоторых странах в целях сохранения низкого уровня цен на продукты питания были установлены экспортные ограничения или верхние

пределы цен. Использование таких мер следует избегать, поскольку они лишают фермеров заинтересованности в увеличении сельскохозяйственного производства в ответ на повышение мировых цен. В отличие от этого полезной мерой может оказаться снижение тарифов, позволяющее уменьшить торговые искажения и ограничить

рост цен. Наряду с этим странам, устанавливающим ограничения на использование земли для сельскохозяйственных целей, следует рассмотреть возможность принятия мер по смягчению таких ограничений. Наконец, можно поощрять конкуренцию внутри стран в целях увеличения предложения и ослабления давления на цены.

3. Европейский кредитный цикл: расхождения в схемах

Дисперсия реакции на поворотную точку кредитного цикла в разных странах Европы, возможно, объясняется разницей в условиях финансирования в конкретных странах. Кроме того, эволюция сектора жилья и систем корпоративных финансов стран, расширяя роль финансовых активов в качестве обеспечения кредитов, может придать банковскому кредитованию проциклический характер. Таким образом, финансовый сектор может усиливать колебания экономического цикла, а также воздействие шоков денежно-кредитной политики и изменения цен активов на деятельность в реальной экономике. Трансграничное владение активами в еще большей степени усиливает этот механизм. Оказывая воздействие на поведение буферов капитала банков на протяжении цикла, банковское регулирование, возможно, призвано сыграть определенную роль в смягчении проциклических резких колебаний внутренних условий предоставления кредита и, соответственно, снижения степени макроэкономической изменчивости.

Обзор

Продолжающиеся потрясения на финансовых рынках привлекли внимание к воздействию ужесточения финансовых условий на деятельность в реальном секторе экономики европейских стран и на трансграничные финансовые связи²². С точки зрения теории, очевидно, широко признаны два упрощенных факта. Во-первых, финансовым системам по определению присущи циклы — при росте кредитования, левериджа и цен активов, часто усиливающим базовую экономическую динамику — порой

Примечание. Основным автором настоящей статьи является Сильвия Сгерри. Аналитическая основа изложена в работах Gruss and Sgherri (готовится к печати) и Galesi and Sgherri (готовится к печати).

²²Последние исследования влияния ужесточения условий получения кредита на экономику европейских стран, см. в следующих трудах: IMF (2008c), Čihák and Koeva Brooks (готовится к печати), и в указанной в них справочной литературе. Анализ масштабов трансграничных вторичных эффектов среди ведущих банков ЕС представлен в работе Čihák and Ong (2007).

ведущие к наращиванию финансовых дисбалансов, за которыми следуют резкие корректировки. Во-вторых, финансовые циклы могут, в свою очередь, повлиять на макроэкономику путем воздействия на достаточность собственного капитала кредиторов (и, соответственно, на их способность выдавать кредиты) и через изменение цен активов и стоимости обеспечения — нанося удар, таким образом, по кредитоспособности заемщиков и их способности получать кредиты²³. С точки зрения экономической политики сложившаяся в последнее время критическая ситуация в финансовой системе требует от органов регулирования и директивных органов разработки новых путей сдерживания системных рисков и уменьшения вероятности эпизодов бума и спада в будущем²⁴.

В свете вышесказанного в настоящей главе оценивается реакция отдельных экономик стран Европы (развитых и с формирующимся рынком) на изменения в ценах активов и объеме кредитных ресурсов, а также рассматривается возможное влияние разницы в условиях финансирования стран на разбросанность (дисперсию) их реакции. В частности рассматриваются ответы на следующие вопросы:

- 1) в какой степени условия финансирования повлияли на экономический рост в европейских странах на протяжении последнего кредитного цикла?
- 2) чем вызваны расхождения в силе и сроках связей между макроэкономикой и финансовым сектором среди европейских стран?
- 3) каким европейским странам в большей степени грозит наступление поворотного момента в кредитном цикле и ценах на активы?
- 4) каким образом экономическая политика может способствовать смягчению последствий динамики бума и спада?
- 5) экономика каких стран Европы в наибольшей степени нуждается в такой ста-

²³Роль балансовых эффектов и обеспечения в кредитных циклах была впервые выделена в работе Bernanke and Gertler (1989), и позднее разработана Kiyotaki and Moore (1997) и Bernanke, Gertler, and Gilchrist (1999). Хорошо известно описание проциклической характеристики финансовых систем в гипотезе финансовой нестабильности Minsky (Minsky, 1992).

²⁴Рекомендации по мерам экономической политики, направленным на устранение возникших в последнее время слабостей в финансовом секторе, см. в работе МВФ (2008b).

билизационной политике? б) каким образом и в какой степени трансграничные вторичные эффекты усложняют эту картину?

Эволюция финансовых позиций в странах ЕС на протяжении последней кредитной экспансии и макроэкономические последствия финансового состояния отдельных экономик стран Европы после 1999 года дают общую картину механизмов, через которые финансовые шоки влияют на макроэкономическую стабильность Европы, то есть связей между макроэкономикой и финансовым сектором. В процессе в настоящей главе дается обзор состояния балансов домохозяйств и фирм, динамики кредита и цен на активы на протяжении экономического цикла и значения вторичных финансовых эффектов «вдоль и поперек» Европы. Калиброванные модели дают первую оценку эффективности политики, направленной на сглаживание циклического профиля стандартов кредитования. Ниже следуют основные выводы.

- Во-первых, последняя кредитная экспансия оказала весьма ограниченное воздействие на рост развитых экономик Европы в целом, внеся при этом весомый вклад в рост экономик стран Европы с формирующимся рынком. В рамках этих групп стран наблюдалась значительная дисперсия показателей, как по странам, так и по секторам. Поскольку экономический эффект спада кредитного цикла все еще ощущается, ожидается, что такая дисперсия останется значительной или даже усилится.
- Во-вторых, расхождения между странами в решениях домохозяйств о заимствовании/сбережениях на протяжении цикла, по всей видимости, тесно связаны с характеристиками внутренних ипотечных рынков: в странах с высокими значениями отношения суммы кредита к стоимости (LTV), уровень ипотечного долга по отношению к ВВП обычно также высок, тогда как потребление, вероятно, более изменчиво и более чувствительно к базовым финансовым шокам.
- В-третьих, строгость ограничений в отношении обеспечения в банковском кредитовании, по всей видимости, влияет на расхождения между странами в динамике инвестиций и долга в секторе корпораций. В этом контексте в экономиках, в которых более распространено рационалирование доступа к кредиту, наблюдается большая чувствительность курса акций к базовым изменениям основных экономических показателей. Эта повышенная чувствительность, вероятно, усиливает изменчивость инвестиций, долга и сальдо счета текущих операций.
- В-четвертых, страновые индексы финансовых условий корпоративного сектора выявляют важные расхождения в сроках и силе связей между макроэкономикой и финансовым сектором в разных европейских странах. Возможно еще интереснее то, что страновые индексы финансовых условий дают четкую картину степени, в которой банковское кредитование корпоративного сектора обычно носит проциклический характер.
- В-пятых, межстрановой анализ показывает, что чувствительность роста кредита к изменениям в ценах на активы находится в прямой зависимости от степени проциклического характера леввериджа корпораций. В свою очередь, проциклический характер кредитования обычно усиливает изменчивость накопления капитала. Эта связь подразумевает, что чем вероятнее параллельная с циклом эволюция условий предоставления кредита, тем чувствительнее становится доступность кредита к изменениям цен активов, и динамика бума и спада, таким образом, усиливается.
- В-шестых, оказывается, что ослабление проциклического характера банковского кредитования после, например, внесения антициклического элемента в регулятивные нормы банков, значительно уменьшает изменчивость инвестиций в интегрированных в финансовом отношении экономиках. В частности, стабильность, по всей видимости, укрепляется в большей степени в экономиках, демонстрирующих более жесткие финансовые ограничения заимствования, в которых действуют более строгие финансовые ограничения.
- Наконец, выяснилось, что усиление финансовой интеграции и все более широкое распространение трансграничного владения активами связаны с улучшением шансов экономического роста, причем эта связь сильнее в странах, в которых быстрее протекает интеграция. В то же время, однако, такая эволюция международных финансовых рынков может в еще большей степени усилить колебания экономического цикла и влияние колебаний цен активов на деятельность в реальной экономике, усилив воздействие трансграничных вторичных финансовых эффектов.

В целом в настоящей главе указывается на опасности проциклического характера банковского кредитования в ряде европейских стран и предполагается, что банковскому регулированию, возможно, придется сыграть определенную роль в смягчении проциклических резких колебаний условий предоставления кредита, оказав воздействие на поведение буферов капи-

тала банков на протяжении цикла, особенно в интегрированных в финансовом плане экономиках, в которых действуют более строгие лимиты заимствования. Анализ также подсказывает, что финансовая интеграция и надлежащая координация финансовой политики во всей Европе, и особенно в рамках Европейского валютного союза, необходимы для содействия плавной корректировке, ориентированной на экономический рост. Анализ также подчеркивает необходимость в том, чтобы надзор не отставал от все более сложных трансграничных связей.

Уязвимость в случае изменений финансовых условий

Согласно так называемому механизму финансового акселератора, кредитный цикл может начаться под воздействием любого шока: денежно-кредитной политики, финансовой либерализации или технологии — ведущего к повышению цен активов. Затем этот финансовый цикл обычно усиливается с течением времени: по мере того как под влиянием роста цен на активы стоимость обеспечения заемщиков растет и улучшаются капитальные позиции банков (при уменьшении числа дефолтов и случаев непогашения кредита в срок), банки готовы предоставлять кредит в большем объеме, а домохозяйства и корпорации готовы увеличить объем своего заимствования (по мере того, как под влиянием растущих цен на активы и улучшающейся деловой конъюнктуры их собственный капитал в их восприятии растет). Движущей силой последнего кредитного цикла — в Европе, как и в других регионах — были, в основном, низкие процентные ставки и развитие секьюритизации ипотечного рынка, хотя их воздействие, вероятно, было усилено благодушием инвесторов (см. вставку 9).

Несмотря на продолжение роста балансов банков в последние месяцы и по-прежнему активное банковское кредитование нефинансовых корпораций еврозоны до настоящего времени, достигшее рекордных темпов номинального годового роста на уровне 15 процентов в марте 2008 года (см. главу 1, рис. 5), кредитный цикл, по всей видимости, достиг поворотной точки в большинстве развитых экономик и экономик с формирующимся рынком Европы. Об этом свидетельствуют повышение стоимости заимствования, ужесточение стандартов банковского кредитования и фактическое закрытие некоторых сегментов кредитного рынка²⁵.

²⁵ По этим вопросам см., помимо прочих, работы МВФ (2008с), МВФ (2008а) и Европейского центрального банка (2008).

Данные также подтверждают постепенное снижение инфляции цен на жилье, которое широко распространилось, несмотря на определенную степень гетерогенности стран²⁶. В результате этой эволюции ожидается повсеместное замедление роста кредитования в ближайшие месяцы, с соответствующей поправкой на средний срок погашения предрассигнованных кредитных соглашений.

В какой степени условия финансирования повлияли на экономический рост в европейских странах на протяжении последнего кредитного цикла? Каким европейским странам в большей степени грозит наступление поворотного момента в кредитном цикле и ценах активов? Степень уязвимости экономики, то есть того, насколько вероятна поворотная точка кредитного цикла, во многом зависит от масштаба чрезмерного кредитования балансов домохозяйств и корпораций, суммы непогашенного долга и степени завышения цен активов²⁷. При крупных финансовых дефицитах корпораций или домохозяйств, с началом корректировки цен на активы — а банки начинают реагировать на стоимостные оценки обеспечения и на свои собственные позиции по капиталу рационированием доступности кредита — нет другого выхода, кроме сокращения расходов частного сектора. В результате, вероятно, произойдет абсолютное снижение цен активов, суммы непогашенного долга и деятельности в реальном секторе.

Простой (и следует признать — неточный) метод оценки воздействия условий предоставления кредита на отдельные экономики стран Европы заключался бы тогда в рассмотрении эволюции финансовых позиций их домохозяйств и корпораций во время

²⁶ В частности, в Соединенном Королевстве и Ирландии цены на жилье упали довольно резко за последние несколько месяцев. В Бельгии, Испании, Франции и Италии рост цен на недвижимое имущество продолжал постепенно снижаться, тогда как в Нидерландах и Австрии рост цен жилья в первой половине 2007 года оставался почти неизменным по сравнению с повышением цен в 2006 году (Европейский центральный банк, 2008).

²⁷ Оценку цен на жилье в Европе см. также во вставке 1.2 в МВФ (2008а) и Hilbers et. al. (готовится к печати).

Вставка 9. Европейская секьюритизация и возможное возрождение финансового новаторства

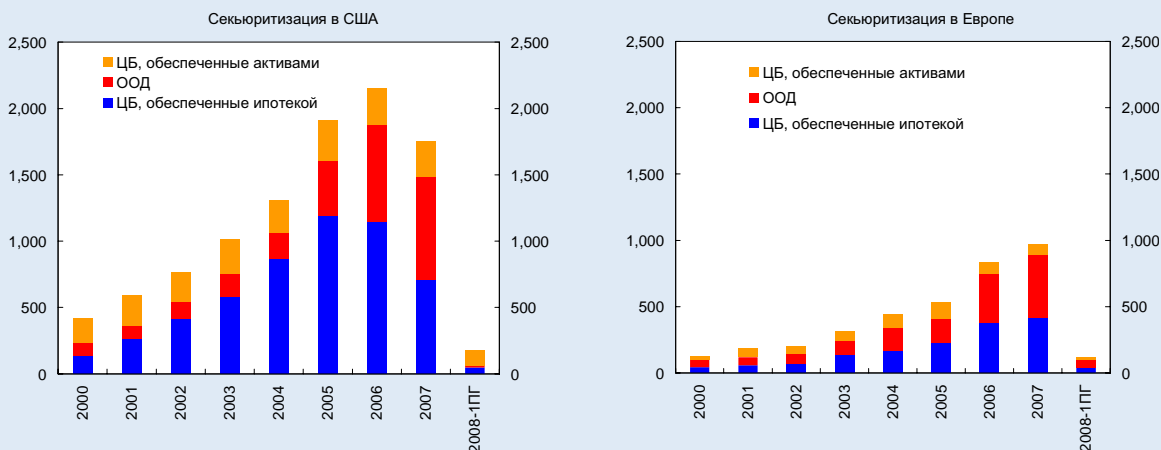
Обвальное уменьшение объемов секьюритизации в мире, последовавший за кризисом непервоклассных ипотечных кредитов поставил принципиальные вопросы о жизнеспособности бизнес-модели формирования и перераспределения (O2D)¹. Выпуск ценных бумаг резко сократился как в Европе, так и в Соединенных Штатах, возросло число ссуд, которые банки оставляют на своих балансах, и в результате ужесточаются стандарты кредитования (первый рис.). Спад был особенно резким в случае ценных бумаг, обеспеченных ипотекой, и обеспеченных такими ценными бумагами долговых обязательств (ООД). Считалось, что модель формирования и перераспределения повысила устойчивость финансовой системы, рассредоточив кредитный риск среди широкого диапазона инвесторов. По иронии судьбы, однако, сама модель O2D стала причиной финансовой нестабильности.

Ипотеки составляли подавляющее большинство кредитов, секьюритизированных в Европе в 2006–2007 годах. Приблизительно 54 процента этих кредитов были выданы в Соединенном Королевстве, за которым следовали Испания (14 процентов) и Нидерланды (11 процентов). Совокупный выпуск европейских ценных бумаг, обеспеченных ипотекой, снизился с 307 млрд евро в 2007 году до 28 млрд евро в первом квартале 2008 года. За тот же период выпуск ООД упал с 471 млрд евро до 63 млрд евро, и выпуск ценных бумаг², обеспеченных активами, упал с приблизительно 124 млрд евро в 2007 году до 9 млрд евро в первой половине 2008 года.

Где же произошел срыв?

Во многих случаях перенос риска при секьюритизации оказался менее полным, чем предполагалось, и инвесторы, которым были переданы риски, были чересчур благодушны. Принятие новых международных стандартов финансового учета в Европе заставило признать в балансах значительные объемы секьюритизации (МВФ, 2008а, вставка 1.3). Кроме того, эффективность некоторых переносов риска (например, компаниям-посредникам с коммерческими ценными бумагами, обеспеченными активами, и механизм структурированного инвестирования) опиралась на ликвидность рынка, которая в 2007 году дала сбой. В результате банкам пришлось принять обратно на свои балансы активы, секьюритизацию которых они произвели ранее. Некоторые банки также оставили за собой транши ООД и ценных бумаг, обеспеченных ипотекой, которые считались менее рискованными, но им пришлось списать значительную часть этих авуаров по мере снижения их рыночной стоимости и снижения рейтинга страховщиков облигаций.

Выпуск секьюритизированных продуктов (В млрд долларов США)



Источники: JPMorgan Chase; Inside Mortgage Finance; Европейский форум по секьюритизации; оценки и расчеты персонала МВФ.

Примечание. Основные авторы настоящей вставки — Джон Кифф и Пол Миллс; им помогала Каролайн Спэкмэн.

¹Секьюритизация включает преобразование пулов ссуд и других видов активов в обращающиеся ценные бумаги.

²Выпуск ценных бумаг, обеспеченных активами, в Европе в основном сводится к ссудам, выдаваемым деловым предприятиям, и долгосрочной аренде автомобилей.

Благодушие инвесторов привело к чрезмерной опоре на кредитные рейтинги. Кроме того, основные допущения агентств кредитного рейтинга в отношении некоторых рисков (например, непогашения в срок непервоклассных ипотечных кредитов и коэффициентов возвращения ипотек) оказались чрезмерно оптимистическими. По мере ухудшения основных показателей кредита стала почти невозможной стоимостная оценка многих более сложных и многоуровневых ценных бумаг и исчезла ликвидность рынка, по мере того как использовавшие заемные средства инвесторы (в основном, хеджевые фонды) уменьшали свои открытые позиции. Исчезновение ликвидности рынка и опора на модели для стоимостной оценки вызвали неопределенность в отношении потерь и их риска. Взаимодействие кредитного риска и риск ликвидности создали условия для спирального снижения рыночных стоимостных оценок из-за переоценки стоимости на основе текущих рыночных цен и вынужденных ликвидаций.

Путь к оживлению

Для возрождения секьюритизации необходимо структурное преобразование. Необходимо восстановить доверие инвесторов к инструментам, организаторам выпуска и рейтинговым агентствам. Организаторам выпуска придется упростить структуру ценных бумаг и усовершенствовать своевременное и комплексное раскрытие информации о базовых активах. Агентства кредитного рейтинга должны будут предоставлять больше информации о моделях и исходных данных, лежащих в основе их рейтингов, а также о потенциальной изменчивости рейтингов.

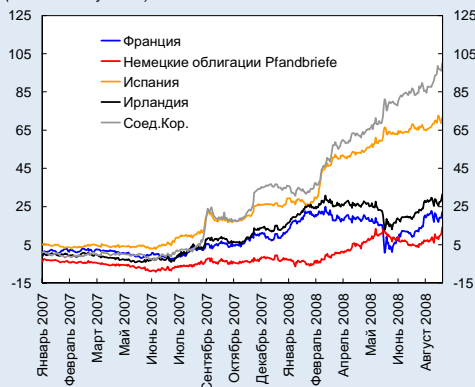
Американский и Европейский форумы секьюритизации занимаются координацией стандартной отчетности и принципов организатора выпуска. Этот процесс займет много лет. Кроме того, ведущие агентства кредитного рейтинга проводят консультации о том, дополнять ли рейтинги, выраженные буквами, показателями изменчивости рейтинга и чувствительности к потерям. При этом они медлят с устранением конфликта интересов, возникающего из-за их параллельной деятельности по предоставлению консультационных услуг.

Внесено предложение, согласно которому организаторы выпуска в Европе сохраняли бы некий значимый экономический интерес в базовых ценных бумагах, так чтобы их стимулы в большей степени совпадали с интересами инвесторов. Предложение Европейской комиссии о реализации Директивы о требованиях в отношении минимального размера капитала предусматривает требования в отношении минимального уровня сохранения риска организатором выпуска. Однако, в результате этого предложения секьюритизация вполне может стать неэкономичной для организаторов выпуска и столкнется с серьезными трудностями мониторинга и обеспечения соблюдения. Вряд ли она вновь раскрутит рынок.

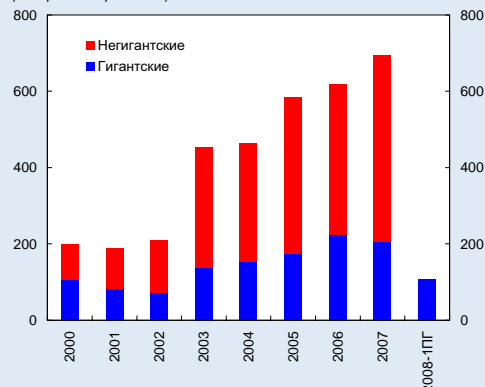
Ипотечные облигации

В Европе ипотечные облигации предоставляют банкам экономичное обеспеченное финансирование на протяжении вот уже 200 с лишним лет, и директивные органы США недавно выступили с инициативой, поощряющей их использование банками США. Ипотечные облигации опираются на распознаваемые и

Спреды на рынке ипотечных облигаций
(В базисных пунктах)



Выпуск ипотечных облигаций в Европе
(В млрд долларов США)



Источники: Datastream; оценки и расчеты персонала МВФ.

...продолжение

Вставка 9 (окончание)

обеспеченные законными защитными мерами пулы ссуд. При этом они остаются на балансе, так что банк сохраняет за собой конечный кредитный риск и заинтересован в сохранении качества ссуды. Тем не менее спреда доходности ипотечных облигаций Соединенного Королевства и Испании резко увеличились во время кризиса из-за спада на рынках жилья. Между тем, спреда в Германии и Франции оставались относительно незначительными (второй рис.). Несмотря на истощение ликвидности на вторичном рынке, выпуск «гигантских» облигаций продолжается; хотя это, в основном, немецкие Pfandbriefe.

Ожидается, что выпуск ипотечных облигаций будет отставать от тренда в течение некоторого времени, но, вероятно, при этом продолжится расширение рынка. В 2008 году ожидается первый выпуск греческих ипотечных облигаций, и четыре крупнейших банка США обязались выпустить ипотечные облигации, тогда как в Европе планируется площадка для торговли ценными бумагами с помощью электронных средств. Недавние потрясения не пощадил рынок ипотечных облигаций, но он является возможной, менее сложной альтернативой прямой секьюритизации.

Заключение

Перенос риска и выгоды от секьюритизации в виде экономии капитала, в сочетании с лежащим в ее основе спросом на ценные бумаги со стороны инвесторов, должны со временем оживить выпуск таких бумаг. Но продукты, вероятно, станут проще, более прозрачными, и торговля ими будет опираться на намного более значительные спреда.

последней кредитной экспансии²⁸. Ведь если бы нормы сбережения возвращались к своему среднему уровню и исходные финансовые позиции были равновесными, то конечный ослабляющий эффект поворотной точки кредитного цикла может стать обратным происшедшему в фазе подъема. При этом в сложившейся обстановке — при продолжающемся резком пересмотре цены кредитного риска — переход в фазу спада кредитного цикла, вероятно, будет значительно более резким, чем подъем.

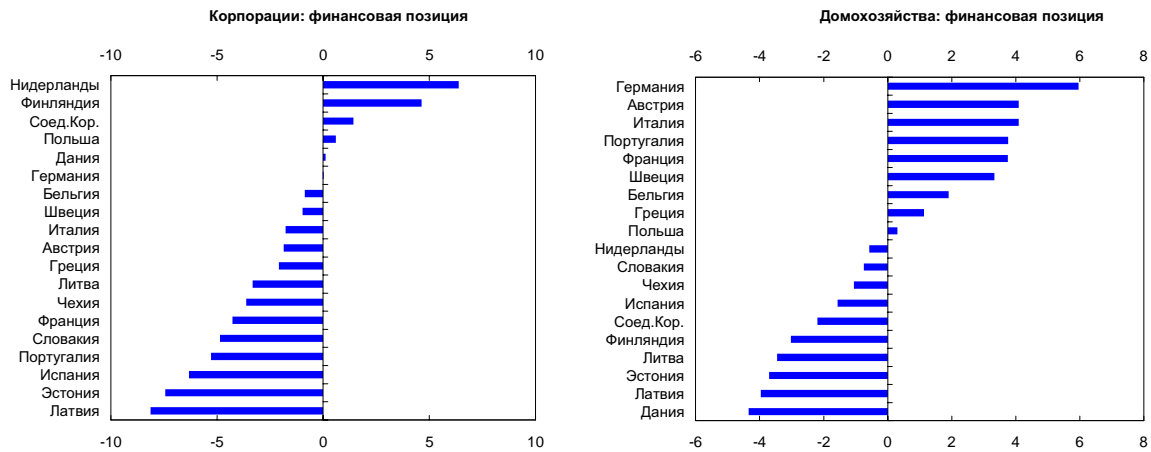
Последние данные балансов стран ЕС показывают, что в целом в развитых экономиках в целом кредитная экспансия фактически не сказалась на темпах экономического роста на протяжении по-

следнего цикла²⁹. Она, однако, внесла весомый вклад в (номинальный) рост экономик с формирующимся рынком, в которых у корпораций и домохозяйств были значительные финансовые дефициты, составлявшие — в совокупности — в среднем соответственно приблизительно 7 и 4 процента номинального ВВП. Такая общая картина скрывает значительную дисперсию показателей разных стран (детали см. на рис. 21). Например, кредитная экспансия по существу не имела последствий в Германии и Польше, в которых сбережения домохозяйств и корпораций на самом деле возросли за этот период, но оказала значительное более сильное воздействие на экономику, скажем, Испании и стран Балтии, в которых в балансах как домохозяйств, так и корпораций наблюдалось чрезмерное кредитование в значительном объеме. В более общем плане сбережения домохозяйств еврозоны фактически выросли во время кредитной экспансии (почти на 3 процента), с избытком компенсировав резкий рост финансо-

²⁸ Этот метод основан на некоторых допущениях в целях упрощения. Получая воздействие кредитной экспансии на рост как сумму изменений финансовых позиций домохозяйств и нефинансовых корпораций, эта оценка косвенно исключает любой механизм акселератора в экономике, таким образом, недооценивая фактическое воздействие роста кредита. С другой стороны, это метод также подразумевает, что совокупный поток дивидендов (вычитаемых из дохода корпораций до расчета финансовой позиции) выплачивается домохозяйствам, а это допущение может преувеличивать влияние роста кредита, если не все дивиденды пошли на увеличение доходов домохозяйств.

²⁹ Расчеты основаны на балансовых данных Евростата с 2003 по 2006 год. В выборку входят следующие страны: Австрия, Бельгия, Германия, Греция, Дания, Испания, Италия, Латвия, Литва, Нидерланды, Польша, Португалия, Словацкая Республика, Соединенное Королевство, Финляндия, Франция, Чешская Республика, Швеция и Эстония. Данные агрегированы с применением ВВП, взвешенного по ППС.

Рисунок 21. Поток заимствования в отдельных странах ЕС: сектора корпораций и домохозяйств, 2002–2006 годы
(В процентах номинального ВВП)



Источники: Евростат и расчеты персонала МВФ.

вого дефицита корпоративного сектора еврозоны (приблизительно 2 процента)³⁰. В развитых экономиках, не входящих в еврозону, влияние кредитной экспансии было в целом нейтральным, при компенсации небольшими (на уровне приблизительно 1 процента) финансовыми профицитами корпораций финансовых дефицитов домохозяйств такого же порядка. В целом на более развитых кредитных рынках (таких как Нидерланды, Финляндия, Соединенное Королевство и Дания) наблюдались значительные дефициты финансовых позиций домохозяйств при прочных позициях балансов корпораций.

В целом последствия для развитых экономик в Европе, вероятно, будут более ограниченными,

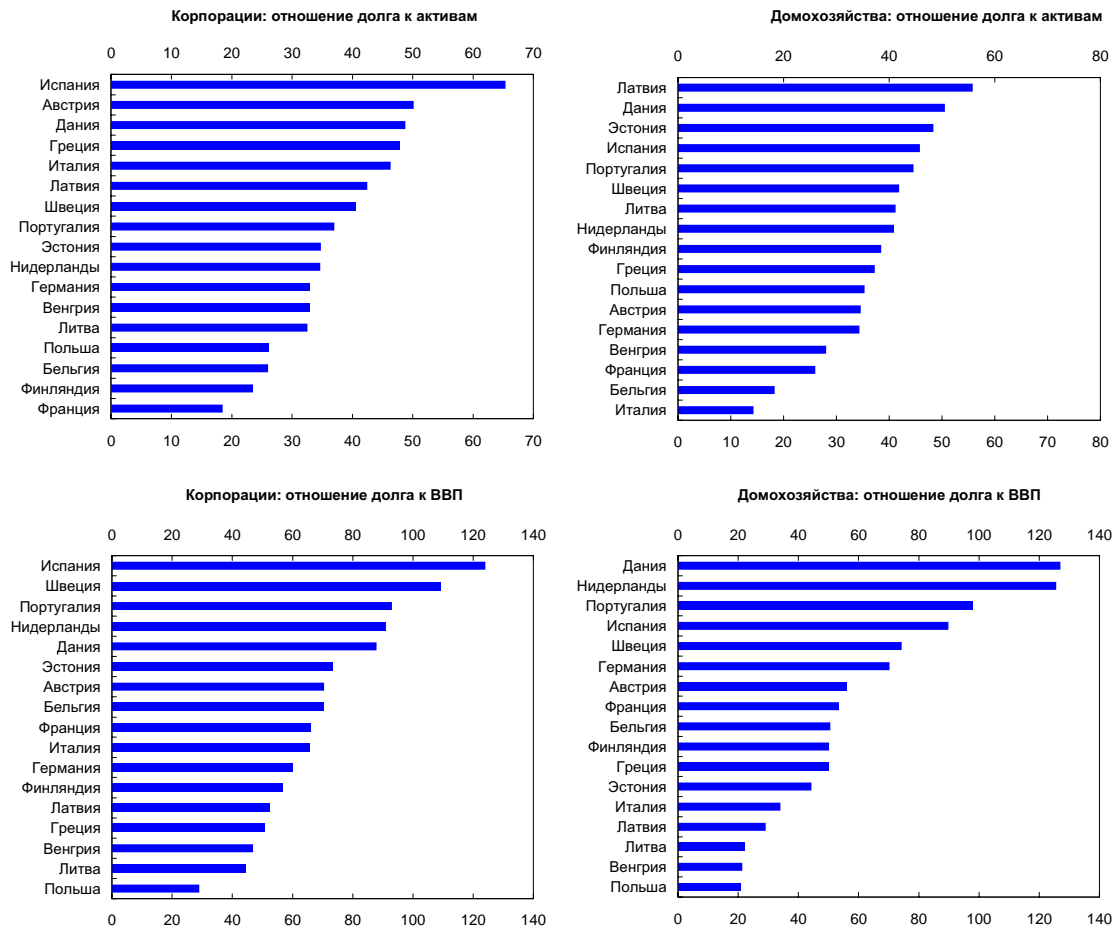
³⁰ Несмотря на продолжение роста задолженности сектора домохозяйств в еврозоне в последние годы, в целом балансы сектора домохозяйств как потенциального источника риска с точки зрения финансовой стабильности все еще оцениваются как прочные. Уязвимые места, возможно, возникают в случае домохозяйств в тех частях еврозоны, в которых наиболее ярко проявилось наращивание долга, там, где большая часть долга финансируется по переменным процентным ставкам, и там, где стоимостная оценка жилья, по всей видимости, завышена. С другой стороны, левверидж фирм в еврозоне увеличился после 2005 года благодаря улучшению инвестиционных возможностей и благоприятным условиям финансирования. Опора фирм на банковское кредитование выразилась в его 85-процентной доле в совокупном долге фирм еврозоны в 2006 году и, вероятно, эта доля еще возросла в результате непрекращающегося стресса на рынках корпоративных облигаций. Постепенный переход фирм к хранению большего объема долга, конечно же, усилил их уязвимость в случае отрицательных шоков (Европейский центральный банк, 2008).

чем во время предыдущих спадов кредита — даже при не пренебрежимо малой асимметрии в регионе. Несмотря на повышение цен активов, их рост нарастающим итогом за последние годы выглядит скромно, особенно по сравнению с опытом этих стран во второй половине 1980-х годов³¹. Между тем, у домохозяйств все еще сохраняются значительные финансовые профициты в еврозоне и скромные дефициты в развитых экономиках, не входящих в еврозону, при обратной картине в корпоративном секторе. Соответственно, хотя кредитный цикл несомненно будет фактором, снижающим темпы роста — причем резко в некоторых странах, — он вряд ли существенно повлияет на совокупный экономический рост развитых стран Европы еще отчасти потому, что Германия не участвовала в фазе подъема кредитного цикла.

Однако столь же благоприятный вывод нельзя сделать для стран Европы с формирующимся рынком, несмотря на все еще значительную дисперсию показателей и в этом регионе. Недавние потоки заимствования домохозяйств и корпораций (рис. 21), накопление долга в последнее время (рис. 22) и недавний рост цен на активы (рис. 23) в некоторых европейских странах с формирующимся рынком — таких как страны Балтии — напоминают дисбалансы, которыми характеризовались скандинавские страны в начале 1990-х годов до начала финансовых кризисов.

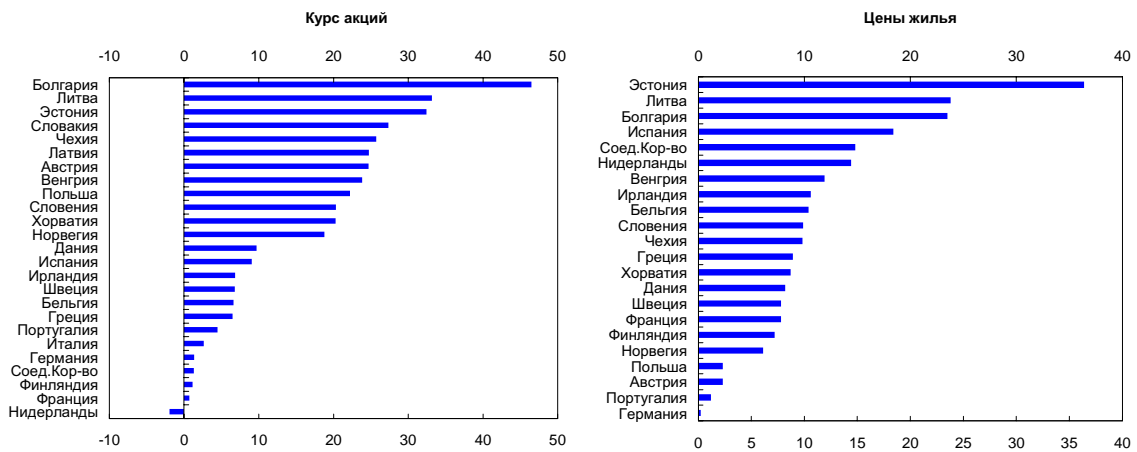
³¹ В работе МВФ (2008а) извлекаются интересные уроки из этих эпизодов.

Рисунок 22. Долг корпораций и домохозяйств в отдельных странах ЕС, 2002–2006 годы
(В процентах)



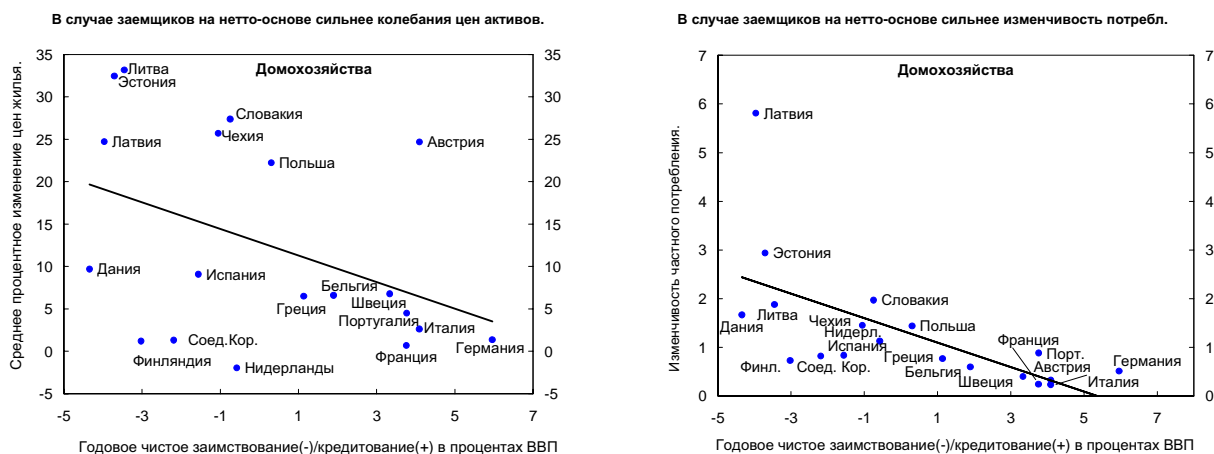
Источник: Евростат и расчеты персонала МВФ.

Рисунок 23. Средние изменения в ценах активов, 2002–2006 годы
(Годовое процентное изменение за 2002–2006 годы)



Источники: Bloomberg L.P.; Банк международных расчетов; расчеты персонала МВФ.

Рисунок 24. Заимствование с обеспечением на ипотечном рынке, 2002–2006 годы



Источники: Bloomberg L.P.; Банк международных расчетов; расчеты персонала МВФ.

Заимствование под обеспечение: каким образом усиливаются финансовые циклы?

В секторе домохозяйств ...

Европейским системам жилищного финансирования присущ ряд общих характеристик, которые укрепили устойчивость региона во время недавнего кризиса первоклассных ипотечных кредитов³². Достаточный потенциал обслуживания долга европейских заемщиков играет главную роль в защите отечественных ипотечных ссуд от спадов на рынке недвижимого имущества. Несмотря на то, что и европейские ипотечные покрытые облигации не обошла неприязнь инвесторов к секьюритизированному инструменту в последнее время, эти облигации оказались рентабельной и менее сложной альтернативой прямой секьюритизации.³³ И действительно, осмотрительные правила стоимостной оценки имущества и специальная защита инвесторов уменьшают риски рынков европейских облигаций, обеспеченных ипотеками, позволяя при этом кредиторам получить относительно недорогие средства на рынках капитала и воспользоваться более низким весом регулятивного риска.

Однако, эта общая картина скрывает значительную неоднородность институциональных характеристик ипотечных рынков стран (как развитых, так и с формирующимся рынком) Европы (вставка 10). Стремясь определить группы стран на основе общих характеристик их ипотечных рынков, ряд эмпириче-

ских исследований обычно приходит к выводу, согласно которому в экономиках с высоким значением коэффициента LTV, уровень ипотечной задолженности по отношению к ВВП обычно также высок. В странах, в которых домохозяйствам легче заимствовать в счет имущества в виде жилья, повышенные коэффициенты LTV и относительно высокий уровень ипотечного долга обычно сочетаются с более длительным сроком контрактов и более широким распространением кредита под залог жилья³⁴.

Наблюдается связь корреляции между частным потреблением и колебаниями цены на жилье на протяжении цикла с характеристиками ипотечного рынка, причем эта корреляция сильнее в тех странах, в которых можно рефинансировать ипотеку, и в большей степени распространены переменные ставки. Кроме того, масштаб высшей точки эффекта шока денежно-кредитной политики на потребление и цены недвижимого имущества, по всей видимости, находится в прямой зависимости от отношения ипотечной задолженности к ВВП, коэффициента LTV и наличия продуктов для извлечения средств в счет ипотеки. Данные о более чуткой реакции частного потребления на воздействие денежно-кредитной политики в экономиках с более развитыми ипотечными рынками объясняются возможностью заимствования под обеспечение, поскольку частное заимствование ограничено стоимостью обеспечения. Эта стоимость эндогенно привязана к эволюции номинальной цены жилья. Так что, в контексте способности кредитных рынков без труда конвертировать стоимость активов в заимствование (и, значит, в расходы) потребление, скорее всего, будет более чувствительно реагировать на базовые финансовые шоки (рис. 24).

³²См. также МВФ (2008с).

³³Европейская секьюритизация на ипотечных рынках полагается, в основном, на покрытые облигации — долговые инструменты, регулируемые законодательством ЕС и обеспеченные пулом ипотечных кредитов, которые остаются на балансе эмитента. Во вставке 9 приводится описание последних событий на европейских рынках покрытых облигаций.

³⁴Подробный обзор литературы, посвященной жилищному финансированию и его воздействию на экономический цикл, см. в работе МВФ (2008f) и указанной там справочной литературе.

... и в корпоративном секторе

Справедливы ли аналогичные выводы в отношении связи между частными инвестициями и колебаниями курса акций на протяжении цикла? Меняется ли чувствительность реакции накопления капитала на изменения условий предоставления кредита и цен активов от страны к стране в зависимости от уровня развития рынка корпоративных финансов каждой страны? Ввиду исключительного значения банковского кредитования для европейского корпоративного финансирования (см. сноску 30) и степени расхождений между странами в финансовых позициях корпораций, эти вопросы представляют большой интерес. Для решения этих вопросов разработана макроэкономическая модель упрощенной экономики двух стран, с тем чтобы проиллюстрировать, каким образом двойная роль, которую играют акции, — обеспечения в процессе (международного) кредитования и стоимости капитала, используемого в производстве, — может повлиять на изменчивость инвестиций, корпоративного долга и на счет текущих операций³⁵. Эта модель отражает идею, согласно которой наблюдаемые межстрановые различия в динамике инвестиций и счета текущих операций могут быть вызваны тем фактом, что условия кредитования и коэффициенты дисконтирования в разных странах не симметричны. Это достигается при помощи допущения, согласно которому кредит агентов в одной из экономик ограничен и они «нетерпеливы»: то есть они не выравнивают потребление на основе постоянного дохода, но отдают предпочтение текущему потреблению. Их доступ к кредиту на международных финансовых рынках ограничивается стоимостью их обеспечения, которая эндогенно привязана к эволюции курса акций³⁶. Более развитый финансовый рынок

представлен более высоким потолком заимствования ($LTV = 0,7$) — параметром, который определяет степень, в которой капитал может использоваться в качестве обеспечения заимствования для инвестиций и производства товаров. Несмотря на упрощенный характер эта структурная модель не противоречит эмпирическим данным, согласно которым динамика инвестиций и счета текущих операций более чутко реагирует на изменения в финансовых условиях экономик с *менее* развитым корпоративным финансированием. В экономиках с более низкими лимитами заимствования ($LTV = 0,4$) — по мере снижения цен на акции после технологического шока или экзогенного ужесточения стандарта кредитования — нетерпеливые агенты видят, что их заимствование ограничивается в большей степени при снижающейся стоимости их обеспечения, и, таким образом, могут заимствовать менее значительные суммы с обеспечением при любой данной стоимости их капитала, по сравнению с агентами в экономиках с более высокими лимитами заимствования (рис. 25). Несмотря на весьма упрощенный характер модели — абстрагирующей от многих факторов, влияющих на решения о денежно-кредитной политике, — ее использование все же дает ценную информацию: она дает определенное представление о том, каким образом варьируется макроэкономическая изменчивость в соответствии с характеристиками финансовых рынков в экономиках, в которых лимиты заимствования фирм привязаны к стоимости обеспечения и поведение агентов не отличается большей дальновидностью, чем обычно предполагается.

³⁵ Аналитическая основа модели, детали ее калибровки и соответствующий анализ политики и чувствительности предоставлены в работе Gruss and Sghetti (готовится к печати).

³⁶ Таким образом, фирмы могут заимствовать в объеме, соответствующем части рыночной стоимости их капитала. Это ограничение напоминает долговой контракт с положением о марже (по этому вопросу см. также Mendoza (2006)). Положения о марже обычно требуют от заемщиков передать контроль активов, используемых в качестве обеспечения, при заключении долгового контракта и предоставить кредиторам право на продажу активов, когда их рыночная стоимость опускается ниже стоимости контракта. Существуют и другие механизмы, работающие аналогичным образом. К ним относятся стратегии управления

(продолжение)

портфельным риском на основе стоимости, подверженной риску, применяемые инвестиционными банками, и требования в отношении минимального размера капитала, вводимые органами регулирования для финансовых учреждений. В обоих случаях, если стоимость актива резко снижается в результате агрегированного шока, банки должны уменьшить свою соответствующую открытую позицию; однако, поскольку речь идет об агрегированном шоке, вытекающая продажа активов усиливает изменчивость цен, требуя, соответственно, дальнейших корректировок портфеля.

Вставка 10. Институциональные характеристики ипотечных рынков в Европе

Ипотечные рынки в европейских странах значительно отличаются друг от друга как по размерам, так и основным институциональным характеристикам, таким как действующие контрактные соглашения и имеющийся ассортимент продуктов; эти различия в основном отражают национальные традиции и факторы культуры, а также институциональные параметры банковского сектора каждой страны. В таблице приводится резюме некоторых институциональных показателей, указанных в литературе как наиболее вероятных, влияющих на связь между богатством в виде жилья и потреблением, а также на каналы передачи воздействия денежно-кредитной политики¹.

В таблицу вошли следующие показатели: 1) средняя стоимость и сроки процедур взывания ипотеки; 2) максимальный коэффициент LTV; 3) типичный срок ипотечного контракта; 4) вид структуры процентных ставок; 5) распространение продуктов извлечения средств за счет ипотеки; 6) секьюритизация.

Межстрановая неоднородность присутствует во всех рассмотренных показателях. В частности, коэффициенты LTV варьируются в значительной степени между странами, от 50 процентов в Италии до более 110 процентов в Нидерландах. В целом в настоящее время ссуды заемщиков обычно составляют 70–80 процентов стоимости жилья. Межстрановые вариации этих коэффициентов отчасти отражают различия в нормативно-правовых базах. Различия в плане корректировки процентной ставки в разных странах также значительны. Среди стран ЕС, в Соединенном Королевстве, Испании и Ирландии применяются в основном переменные или плавающие ставки ипотеки. В отличие от них, в Германии, Франции, Австрии, Бельгии, Дании и Нидерландах характерны, главным образом, ипотеки с фиксированной ставкой.

Многие из ипотек, предлагаемых в Восточной Европе, относятся к валютным ссудам и их растущая популярность — вызванная более низкими процентными ставками по сравнению с ипотеками в национальной валюте — привела к еще более резкой конвергенции номинальных процентных ставок по долгу между Восточной и Западной Европой. Например, в Латвии и Польше ипотечные ставки всего на 1 процент выше их эквивалента в Германии. В Польше на ипотечное кредитование, деноминированное в иностранной валюте, приходилось приблизительно 60 процентов объема ипотечных кредитов к середине 2005 года. Кредитование в иностранной валюте также быстро росло в Венгрии и составило почти 30 процентов объема кредитования к началу 2006 года, по сравнению с всего лишь 1 процентом в 2003 году. Подавляющее большинство новых ипотек в Венгрии в последнее время выдается в иностранной валюте — часто в швейцарских франках.

Наконец, важным элементом расхождений между ипотечными рынками стран является степень распространения кредита под залог жилья. После изменений в ценах жилья и ипотечных процентных ставок, агенты с ограниченным обеспечением могут откорректировать свои чистые позиции по заимствованию или изменить условия своей действующей ипотеки (рефинансировать) в соответствии с изменившимися обстоятельствами. Например, после повышения цен на жилье заемщики могут увеличить суммы своих ипотечных ссуд или подать заявление на вторую ипотеку под залог возросшей стоимости своего обеспечения. Высвобожденный ипотечный капитал можно затем использовать в различных целях, таких как рефинансирование долга, приобретение товаров длительного пользования, покупка финансовых активов или ремонт жилья. При снижении ипотечных процентных ставок агенты могут пожелать рефинансировать свои ипотеки, чтобы снизить свои процентные платежи, высвободить ликвидность на другие расходы; или же они могут пожелать увеличить объем своего заимствования как выражение их возросшего потенциала обслуживания долга.

В целом кредит под залог жилья остается ограниченным в большинстве стран, хотя объем изъятия средств в счет ипотеки и рефинансирования стал значительным на агрегированном уровне в нескольких странах (например, Соединенном Королевстве и Нидерландах). В некоторых случаях ограниченное использование кредита под залог жилья может отражать дефицит ипотечных контрактов, соответствующих требованиям (например, из-за ограничений регулирования). При этом в большинстве стран заемщикам мешают рефинансировать их контракты административные барьеры и чрезмерно высокие транзакционные издержки. В таких странах ипотечное кредитование, вероятно, взаимодействует с процентной ставкой и эволюцией цен на жилье лишь в весьма ограниченной степени (в частности, в новых ипотечных контрактах, а не в уже заключенных, которые в основном отражают не текущие рыночные условия, а условия, действующие во время их заключения).

Примечание. Основной автор этой вставки — Сильвия Сгерри.

¹См. наряду с другими исследованиями, последний анализ в работах Miles and Pillonca (2008) и Calza, Monacelli, and Stracca (2007).

...продолжение

Вставка 10 (окончание)

Характеристики ипотечного рынка стран

	Процедуры взыскания ипотеки		Показатели финансового сектора		Ипотечные продукты			
	Административные расходы (в процентах)	Необходимые обычно сроки (в мес.)	Максимальный LTV (в процентах)	Обычный срок ипотеки (в год.)	Типичная структура ставок (фикс./перем.)	Изъятие средств в счет ипотеки(да/нет)	Ограничение платы за досрочное погашение	Секьюритизация (да/нет)
Албания	...	...	70–75	20	Переменная	Разреш., но редко делается.	Комиссионные 2–5%.	Нет
Австрия	...	6	60–80	20–30	Фиксированная	...	...	...
Бельгия	18,7	18	80–85	20	Фиксированная	Нет	Макс. проц. за 3 мес. по непогаш. остатку ссуды.	Огранич.
Босния и Герцеговина	1–1,7	18–60	75–100	10–20	Переменная	Нет	Плата устанавл. каждым банком в отделън.	Нет
Болгария	...	...	75–90	5–25	Обе	...	Нет	Да
Хорватия	...	...	75	20	Переменная	...	...	Нет
Чехия	Огранич.	10–12	70–100	20–25	Фиксированная	Нет	Да	Нет
Дания	...	6	80	30	Фиксированная	Да	Нет	Ипотечные облигации.
Эстония	...	...	90	20–30	Переменная	Да	...	Нет
Финляндия	2,5	2–3	75–80	15–20	Переменная	Да	Кредитор получ. комп. за разницу в проц. ставках.	Огранич.
Франция	7	15–25	80	15	Фиксированная	Не исполъз.	Плата огранич. процентами за 6 мес. и 3% остатка.	Огранич.
Германия	4,2	12	60–80; 60 по ссудам, обеспеч. ипотечными облигациями.	25–30	Фиксированная	Не исполъз.	Кредитор может обратиться за компенсаци. утущенного дохода в первые 10 лет контракта.	Pfandbriefe
Греция	16	3	70–80	15–20	Переменная	Да, но исполъз. огранич.	Обычная плата = 2,5% непогашенного остатка ссуды.	Огранич.
Венгрия	...	...	100	15	Переменная	Да	Нет	Нет
Ирландия	8,6–10,6	11–14	90	20	Переменная	Да, но исполъз. огранич.	...	Огранич.
Израиль	...	...	60	...	...	...	...	...
Италия	...	60–84	50	10–25	В основном фиксированы на срок от одного до пяти лет.	Не исполъз.	Нет	Нет
Латвия	3–15	24–36	100 с июня 2008 года.	20–40	Переменная	Да	Нет конкретных нормативов.	Огранич.
Литва	4–20	4–7	100	20–25	Переменная	Да	Нет	Нет
Люксембург	...	...	80–100	20–25	Переменная	Не исполъз.	...	Огранич.
Македония	Стоимость аукциона фиксирована.	Приблиз. 6 мес.	65–100	20	Обе. При этом переменные ставки более широко распр.	...	Нет	Нет
Мальта	...	...	90	<40	Переменная	Да	Нет	Нет
Нидерланды	3	6	110–115	30	Фиксированная	Да	Нет	Да
Норвегия	...	...	80	15–20	Переменная	Да	...	Нет
Польша	...	...	>100	20	Переменная	Разреш., но редко делается.	Плата разр., но редко исполъз.	Да, но исполъз. миним.
Португалия	8	18–30	90	15–30	Переменная	Не исполъз.	Только по старым контрактам.	...
Румыния	...	...	Центральный банк утвержд. кредитную политику банков.	5–25	Обе	...	...	Да

Характеристики ипотечного рынка стран (окончание)

	Процедуры взыскания ипотеки		Показатели финансового сектора		Ипотечные продукты			
	Административные расходы (в процентах)	Необходимые обычно сроки (в мес.)	Максимальный LTV (в процентах)	Обычный срок ипотеки (в год.)	Типичная структура ставок (фикс./перем.)	Изъятие средств в счет ипотеки(да/нет)	Ограничение платы за досрочное погашение	Секьюритизация (да/нет)
Россия	...	...	85	10–30	Обе	...	...	Да
Словакия	...	...	70	15	Переменная	Да, но не использ.	Нет	Нет
Испания	17	7–9	80–100	15–25	Переменная	Да, но использ. огр.	Макс. 1% и 2,5% комиссион. за отзыв.	Да
Швеция	5	4–6	60–80	<30	Переменная	Да	Нет	Огранич.
Швейцария	7–10	8–12	80	15	Комбиниров.	Да	Да	Да
Турция	...	...	75	5–10 (более длит. сроки погашения предл., но очень редко использ.)	Фиксированная	Нет	Максимальный штраф 2 процента.	Разрабатывается
Украина	...	6–10	100	>25	Переменная	...	...	Очень огранич.
Соед. Кор.	2,6–7	8–12	100	25	Переменная	Да	...	Да

Источники: Европейская ипотечная федерация (2006); Банк международных расчетов, Квартальный обзор, март 2004 года; Европейский центральный банк (2003); Catte et. al. (2004); Calza, Monacelli, and Stracca (2007); официальные органы стран; расчеты сотрудников МВФ.

Примечание. Возможно, что последние изменения в характеристиках ипотечных рынков не отражены. Возможно также, что данные были округлены или, где это уместно, являются средними.

От финансовых условий к макроэкономике

Для более тщательного изучения динамической связи между финансовым состоянием корпораций и деятельностью в реальной экономике и понимания причин расхождений в силе и сроках связей между макроэкономикой и финансовым сектором в разных европейских странах, были построены индексы финансовых условий (ИФУ) корпоративного сектора 16 развитых экономик и 12 экономик с формирующимся рынком стран Европы при помощи векторной авторегрессии и функций реакции на импульсы (рис. 26 и таблица 6). Национальные ИФУ призваны учесть сроки передачи воздействия финансовых рынков на деятельность в реальной экономике и включить эндогенную реакцию финансовых переменных на экономический цикл, а также друг на друга³⁷. Эти динамические взаимосвязи важно принимать во внимание при попытке разобраться в воздействии множественных переменных с высокой степенью корреляции.

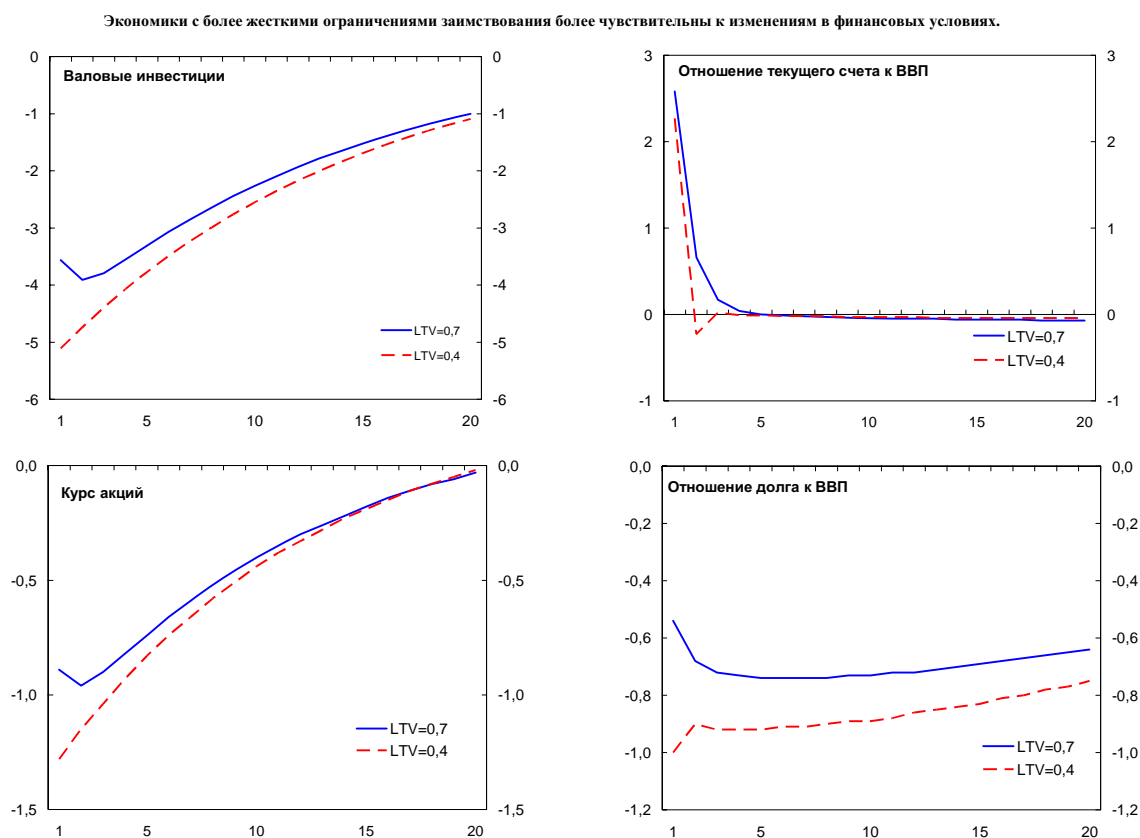
В каждой экономике расчетный ИФУ включает статистически значимое воздействие на рост ВВП

³⁷ ИФУ построены на базе методологии, разработанной Swiston (2008).

шоков, влияющих на внутренний (реальный) рост кредита, (реальные) цены активов и (реальные) процентные ставки³⁸. В частности, реакция на импульсы от этих финансовых переменных сочетается с оценками шоков для каждой из этих переменных для расчета совокупного импульса для роста в данном месяце. Поскольку ИФУ содержит информацию о трех финансовых шоках в течение 12-месячного периода, предшествующего месяцу измерения ВВП, он также, по всей видимости, является важным опережающим индикатором роста реального ВВП. Измерение ИФУ в плане его вклада в экономический рост означает, что как значение индекса, так и направление его изменения сказываются на экономической деятельности. Например, значение, равное 1, означает, что сово

³⁸ Исключая как прямое, так и косвенное воздействие шоков, вызванных ценами на жилье, на рост сектора корпораций, расчетные ИФУ, вероятно, пропускают воздействие бумов, движущей силой которых было строительство, — таких как экономический подъем, недавно наблюдавшийся в Испании или Ирландии.

Рисунок 25. Финансовый акселератор в экономиках, характеризующихся различными лимитами заимствования — функциями реакции на импульсы негативного шока базовой производительности
(Процентные отклонения от базисного)



Источник: Gruss and Sgheri (готовится к печати).

купный импульс финансовых условий для ВВП в данном квартале равен 1 процентному пункту в годовом исчислении. Снижение с 1 до $\frac{1}{2}$ означает, что ожидается снижение темпов роста на $\frac{1}{2}$ процентного пункта под влиянием финансовых условий, хотя их вклад в экономический рост в целом остается положительным. Таким образом можно различить *жесткие* финансовые условия и *ужесточение* финансовых условий, которые при этом все же остаются адаптивными.

Расчетные ИФУ, по всей видимости, учитывают в значительной мере вариации в росте реального ВВП на протяжении экономического цикла почти всех европейских стран выборки (рис. 27). При рассмотрении роли отдельных финансовых переменных, оказалось, что кредит (в развитых экономиках) внес значительный вклад в годовые темпы роста в Австрии (40 процентов), Швеции (25 процентов) и, в меньшей степени,

в Соединенном Королевстве и Греции (10 процентов). Изменениями в ценах на акции объясняется 40 процентов вариации роста в Финляндии, Франции и Нидерландах, тогда как вариации процентных ставок играют важную роль в Швеции и Дании. В экономиках с формирующимся рынком финансовые условия играют в целом значительно более важную роль. На них приходится более 70 процентов вариаций роста в Венгрии, России, Латвии и Эстонии, что вновь подчеркивает уязвимость корпоративного сектора этих экономик при переходе условий финансирования в фазу спада.

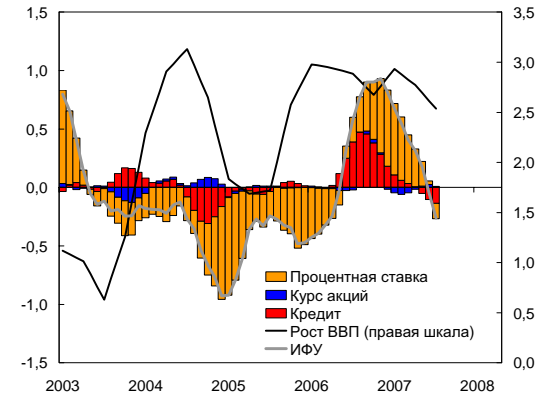
Изучение хронологической траектории ИФУ подтверждает мнение о том, что к концу 2007 года уже была достигнута поворотная точка в финансовом цикле в большинстве наиболее развитых экономик стран Европы. При этом финансовые условия, по всей видимости, в целом остаются

Рисунок 26. Индексы финансового состояния для сектора корпораций: динамика и воздействие, 2003–2008 годы
(В процентных пунктах прироста реального ВВП за год, если нет других указаний)

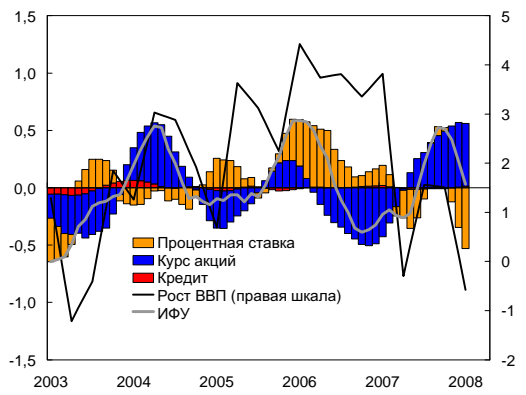
Австрия



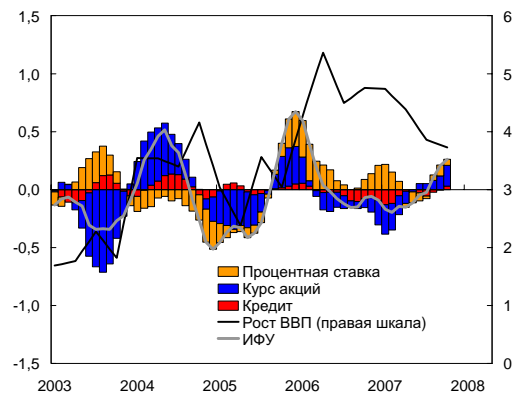
Бельгия



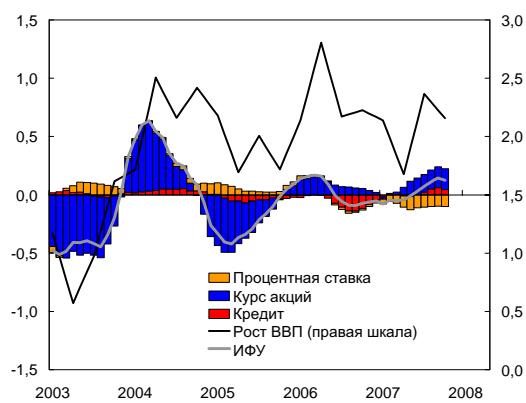
Дания



Финляндия



Франция



Германия

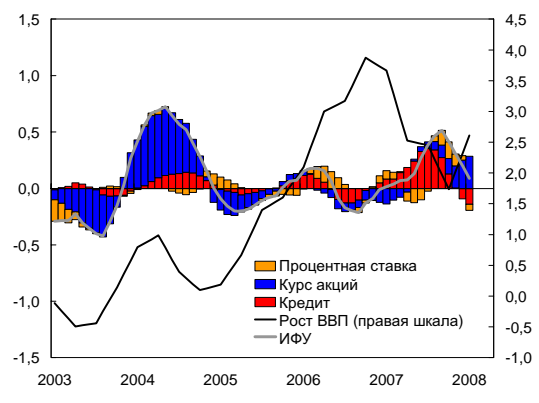
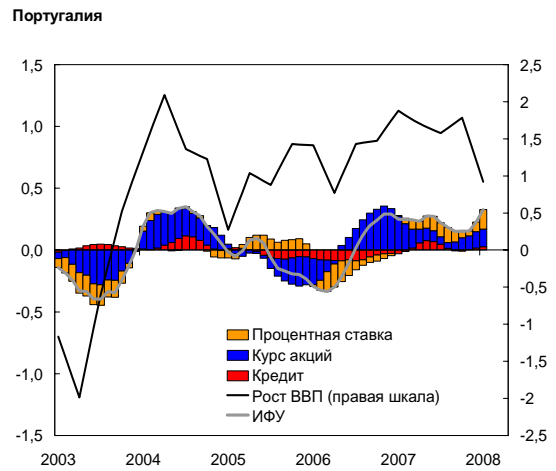
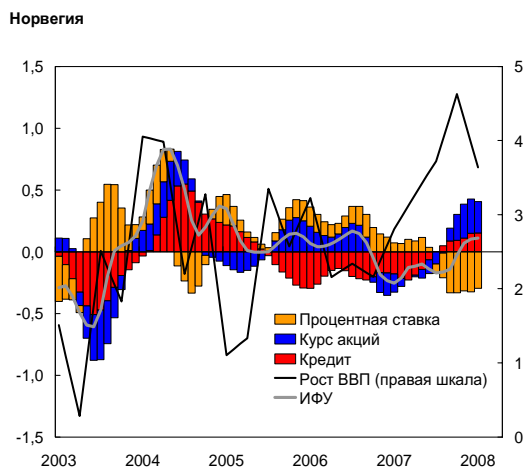
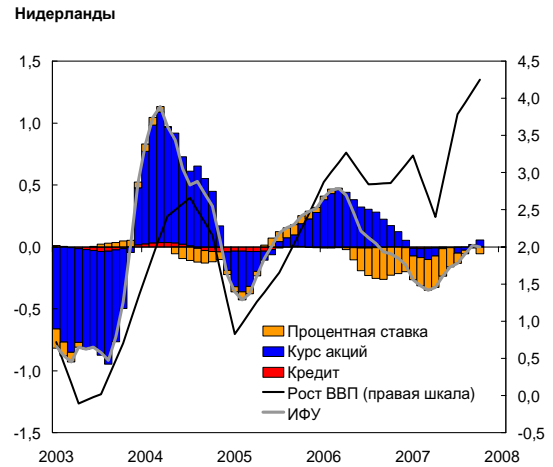
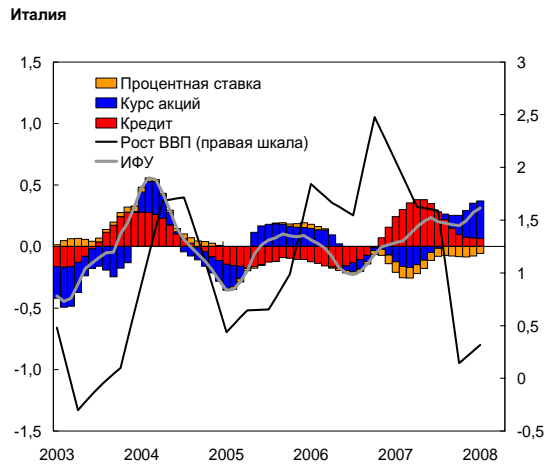
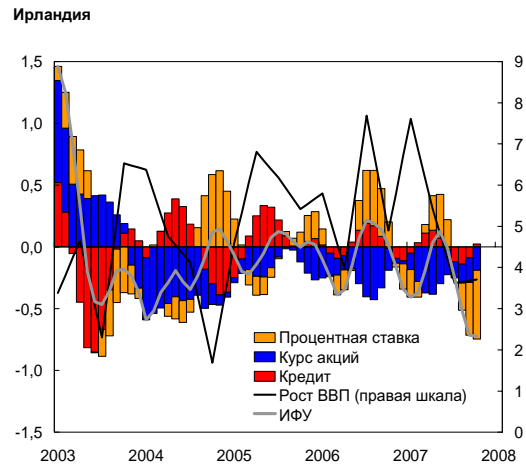
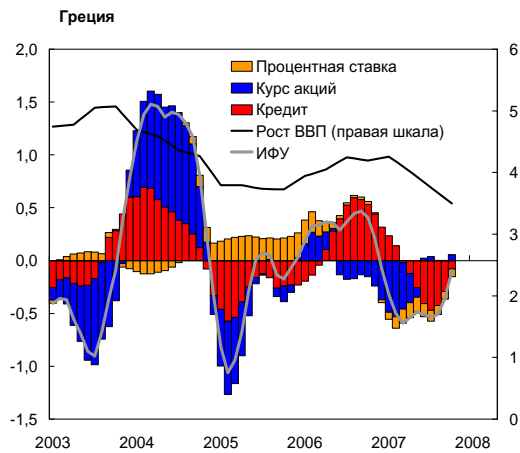
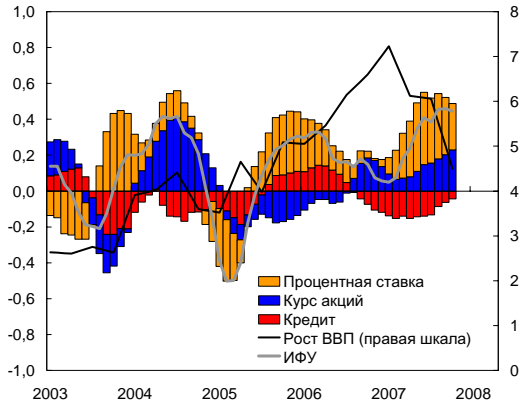


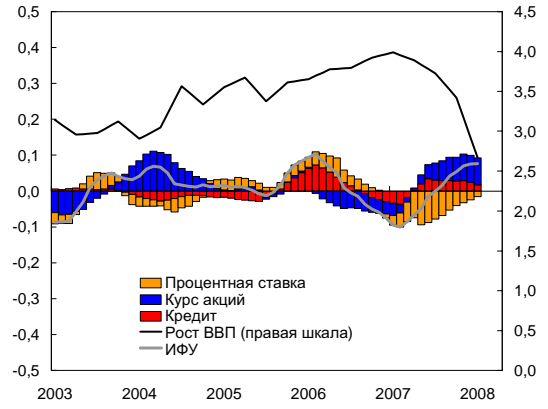
Рисунок 26 (продолжение)



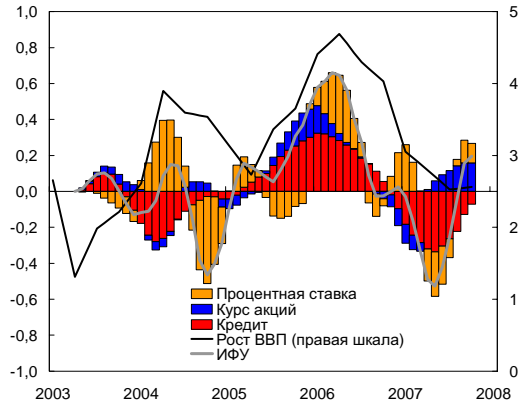
Словения



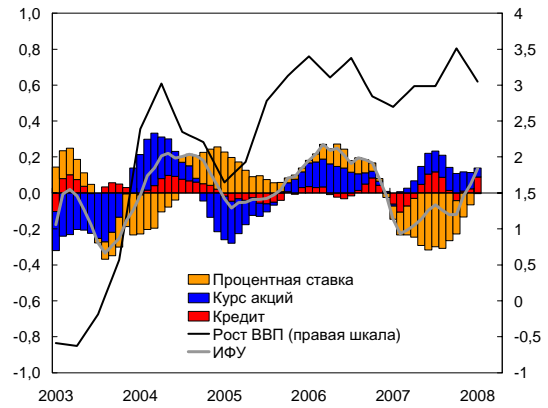
Испания



Швеция



Швейцария



Соединенное Королевство

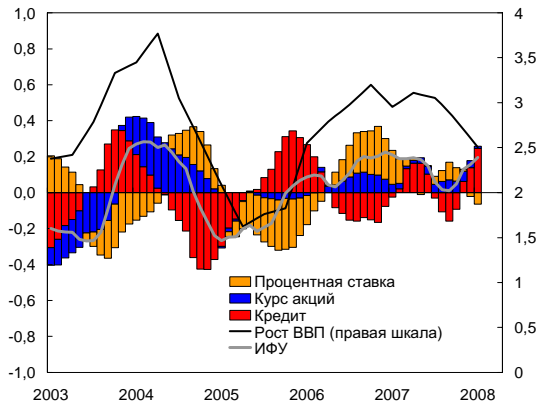
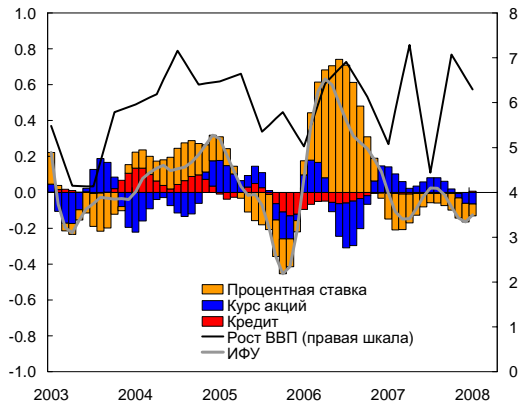


Рисунок 26 (окончание)

Болгария



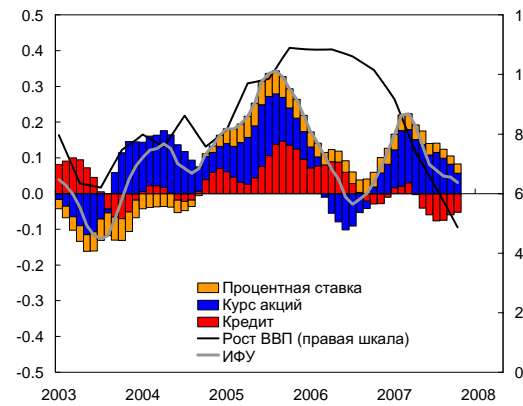
Хорватия



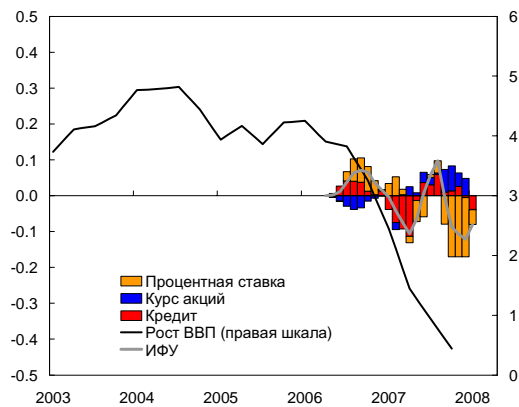
Чешская Республика



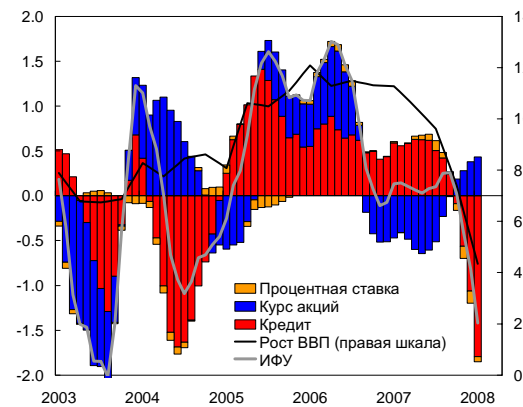
Эстония



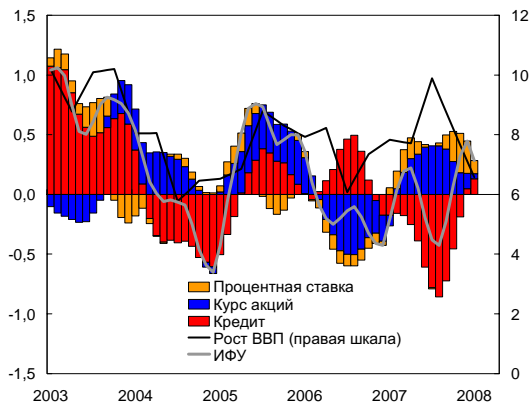
Венгрия



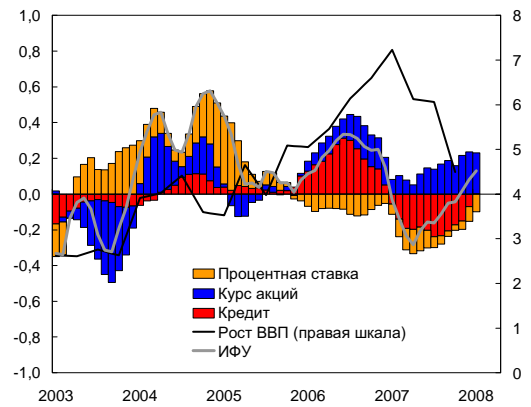
Латвия



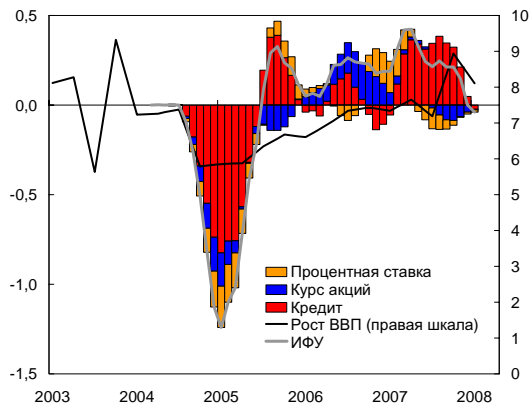
Литва



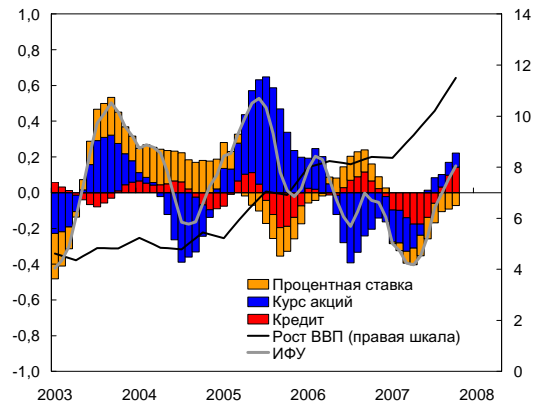
Польша



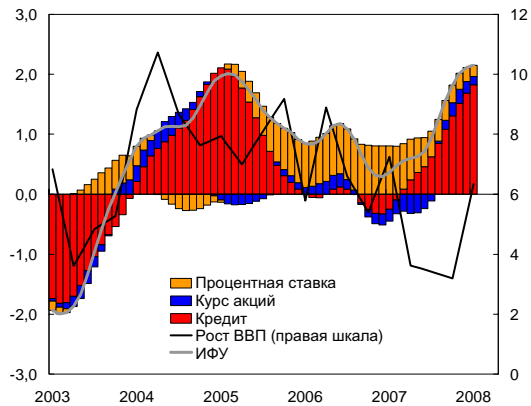
Россия



Словацкая Республика



Турция



Источники: МВФ, «Международная финансовая статистика»; Naver Analytics; официальные органы стран; расчеты персонала МВФ.

Таблица 6. Отдельные европейские страны. Финансовое состояние и реальная деятельность: корреляции и разложение дисперсии

Финансовая переменная (Воздействие на ИФУ)	Корреляция с общим ИФУ (Последний цикл)	Корреляция с ростом объема производства (Последний цикл)	Разложение дисперсии рост объема производства (На год вперед)
Австрия			
Общий/опережающий ИФУ	1	0,70/0,73	51
Кредит	0,56	0,16	39,5
Курс акций	-0,31	0,05	9,3
Процентная ставка	0,82	0,76	2,2
Бельгия			
Общий/опережающий ИФУ	1	0,11/0,27	11,4
Кредит	0,95	0,11	1,7
Курс акций	-0,38	0,27	0,1
Процентная ставка	0,57	0,24	9,6
Дания			
Общий/опережающий ИФУ	1	-0,24/0,41	22,2
Кредит	0,41	0,3	0,2
Курс акций	0,66	-0,09	6,9
Процентная ставка	-0,47	0,53	15,1
Финляндия			
Общий/опережающий ИФУ	1	0,00/0,33	45,7
Кредит	0,56	-0,36	1,8
Курс акций	0,56	0,33	37,5
Процентная ставка	-0,09	0,1	6,5
Франция			
Общий/опережающий ИФУ	1	0,27/0,55	38,9
Кредит	0,18	-0,01	0,9
Курс акций	0,65	0,61	37,9
Процентная ставка	-0,35	-0,38	0,1
Германия			
Общий/опережающий ИФУ	1	0,09/0,02	21,4
Кредит	0,36	0,08	4,8
Курс акций	0,73	-0,04	10
Процентная ставка	-0,19	0,16	6,6
Греция			
Общий/опережающий ИФУ	1	0,24/0,23	25,3
Кредит	0,58	0,54	9,7
Курс акций	0,59	0,03	14,4
Процентная ставка	-0,14	-0,33	1,2
Ирландия			
Общий/опережающий ИФУ	1	0,09/-0,10	10,3
Кредит	0,2	0,58	2,2
Курс акций	-0,17	-0,31	2,2
Процентная ставка	0,73	-0,14	5,9
Италия			
Общий/опережающий ИФУ	1	-0,15/0,19	21,6
Кредит	0,75	0,13	0,2
Курс акций	0,04	0,1	21,1
Процентная ставка	-0,1	-0,28	0,2
Нидерланды			
Общий/опережающий ИФУ	1	0,21/0,48	40
Кредит	0,57	0,43	0,2
Курс акций	0,54	0,56	37,3
Процентная ставка	0,37	-0,43	2,5
Норвегия			
Общий/опережающий ИФУ	1	0,58/0,04	27,1
Кредит	0,66	0,22	2,6
Курс акций	0,84	0,52	19,8
Процентная ставка	-0,34	-0,37	4,7

ЕВРОПЕЙСКИЙ КРЕДИТНЫЙ ЦИКЛ: РАСХОЖДЕНИЯ В СХЕМАХ

Финансовая переменная (Воздействие на ИФУ)	Корреляция с общим ИФУ (Последний цикл)	Корреляция с ростом объема производства (Последний цикл)	Разложение дисперсии рост объема производства (На год вперед)
Португалия			
Общий/опережающий ИФУ	1	0,39/0,68	17,5
Кредит	0,54	-0,12	0,4
Курс акций	0,66	0,62	10,3
Процентная ставка	0,21	0,61	6,8
Словения			
Общий/опережающий ИФУ	1	0,40/0,35	43
Кредит	-0,13	0,07	12,4
Курс акций	0,62	0,17	8,2
Процентная ставка	0,51	0,25	22,5
Испания			
Общий/опережающий ИФУ	1	-0,34/-0,44	10,7
Кредит	0,32	0,09	3,4
Курс акций	0,55	-0,51	3,8
Процентная ставка	-0,33	-0,05	3,5
Швеция			
Общий/опережающий ИФУ	1	0,31/0,50	55,6
Кредит	0,83	0,45	23,1
Курс акций	0,66	0,04	8
Процентная ставка	0,03	0,26	24,4
Швейцария			
Общий/опережающий ИФУ	1	0,57/0,50	21,1
Кредит	0,18	-0,09	5,1
Курс акций	0,47	0,76	5,5
Процентная ставка	0,23	-0,15	10,6
Соед. Королевство			
Общий/опережающий ИФУ	1	0,68/0,70	30,1
Кредит	0,31	0,09	11,4
Курс акций	0,6	0,5	18
Процентная ставка	0,04	0,34	0,7
Болгария			
Общий/опережающий ИФУ	1	0,14/0,43	49,4
Кредит	0	0,13	1,2
Курс акций	0,23	-0,25	4,3
Процентная ставка	0,52	0,43	44
Хорватия			
Общий/опережающий ИФУ	1	0,47/0,40	23,4
Кредит	0,53	0,2	6,3
Курс акций	0,77	0,38	4,8
Процентная ставка	0,11	0,25	12,3
Чехия			
Общий/опережающий ИФУ	1	-0,1/-0,24	20,9
Кредит	0,32	0	0,7
Курс акций	0,34	-0,24	19,6
Процентная ставка	-0,05	-0,24	0,6
Эстония			
Общий/опережающий ИФУ	1	0,27/0,47	72,9
Кредит	0,08	0,6	15,5
Курс акций	0,83	-0,08	41,2
Процентная ставка	0,47	0,58	16,2
Венгрия			
Общий/опережающий ИФУ	1	0,26/0,04	80,9
Кредит	-0,21	0,17	8,4
Курс акций	-0,49	-0,79	7,5
Процентная ставка	0,44	0,6	64,9

Таблица 6 (окончание)

Финансовая переменная (Воздействие на ИФУ)	Корреляция с общим ИФУ (Последний цикл)	Корреляция с ростом объема производства (Последний цикл)	Разложение дисперсии рост объема производства (На год вперед)
Латвия			
Общий/опережающий ИФУ	1	0,66/0,67	72,4
Кредит	0,63	0,74	35,7
Курс акций	0,05	0,14	35
Процентная ставка	0,21	0,29	1,7
Литва			
Общий/опережающий ИФУ	1	0,37/0,46	55,3
Кредит	0,29	0,36	30,9
Курс акций	0,36	0,21	20,5
Процентная ставка	0,43	0,07	3,9
Польша			
Общий/опережающий ИФУ	1	-0,25/0,01	35,5
Кредит	0,56	0,13	0,7
Курс акций	0,12	0,56	12,8
Процентная ставка	0,23	-0,81	22
Россия			
Общий/опережающий ИФУ	1	0,42/0,57	78,1
Кредит	0,55	0,67	39,3
Курс акций	0,57	0,35	1,2
Процентная ставка	0,51	0,4	37,6
Словакия			
Общий/опережающий ИФУ	1	-0,59/-0,40	16
Кредит	0,39	-0,06	9,3
Курс акций	0,1	-0,1	3,3
Процентная ставка	0,34	-0,66	3,4
Турция			
Общий/опережающий ИФУ	1	0,32/0,37	32,9
Кредит	0,9	0,31	23,3
Курс акций	0,45	0,53	0,7
Процентная ставка	-0,34	-0,21	8,9

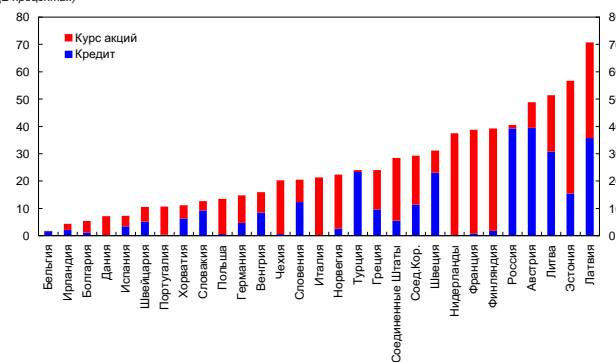
Источники: МВФ, «Международная финансовая статистика»; Bloomberg L.P.; официальные органы стран; расчеты персонала МВФ.

адаптивными в регионе, за немногими исключениями (рис. 26). В странах Европы с формирующимся рынком ужесточение условий предоставления кредита, по всей видимости, в целом началось раньше, в течение 2006 года, и уже начало сдерживать экономический рост в нескольких странах. С другой стороны, (и в отличие от действующего тренда на международных кредитных рынках) Турция, Польша и Словацкая Республика, по всей видимости, пользуются весьма благоприятными условиями финансирования, поддерживающими рост этих экономик.

Меняются ли страновые финансовые условия синхронно с циклом? В каких странах условия кредитования более чутко реагируют на базовые шоки, влияющие на цены активов? Опять же ответы зависят от конкретной страны (таблица 6). При этом все же можно выявить некоторые эмпирические закономерности. Во-первых, рост кредита обычно более чутко реагирует на изменения в ценах активов в тех экономиках, в которых левиредж фирм обычно в большей степени синхронизирован с экономическим циклом (рис. 28). Во-вторых, более высокая степень процикличности левиреджа фирм, по всей видимости, связана с повышенной изменчивостью частных инвестиций (рис. 29). Примечательно (и это соответствует выводам вышеописанной теоретической модели

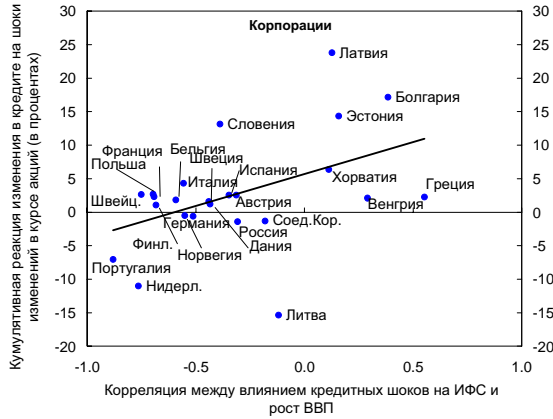
экономики), что сверхчувствительная реакция доступности кредита на изменения цен активов, более сильный проциклический характер левиреджа фирм и повышенная изменчивость инвестиций, по всей видимости, относятся к чертам, наиболее характерным для наименее развитых финансовых рынков в выборке. Этот вывод подтверждает идею о том, что в контексте более строгих условий финансирования фирм, накопление капитала (и, соответственно, производство) по всей видимости, более чутко реагирует на базовые финансовые шоки, что может влиять на стоимость обеспечения.

Рисунок 27. Доля вариаций объема производства под влиянием шоков кредита и цен активов (в процентах)



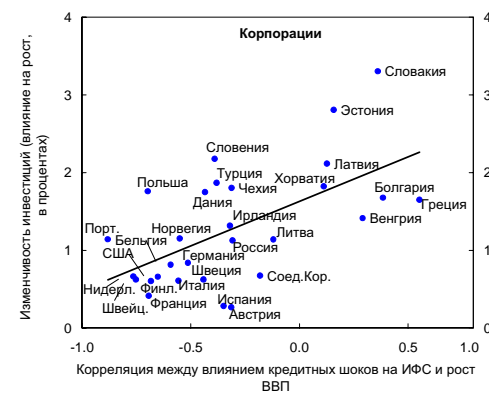
Источники: МВФ, «Международная финансовая статистика»; Haver Analytics; официальные органы стран; расчеты персонала МВФ.

Рисунок 28. Цикличность кредитования и чувствительность роста кредита к изменениям цен активов, 2003–2008 годы



Источники: МВФ, «Международная финансовая статистика»; Haver Analytics; официальные органы стран; расчеты персонала МВФ.

Рисунок 29. Цикличность кредитования и макроэкономическая изменчивость, 2003–2008 годы



Источники: МВФ, «Международная финансовая статистика»; Haver Analytics; официальные органы стран; расчеты сотрудников МВФ.

Трансграничное кредитование: дальнейшие выгоды и риски

Примечательны изменения, происшедшие в финансовых системах развитых экономик стран Европы и европейских экономик с формирующимся рынком за последнее десятилетие. Возрос объем трансграничного владения активами, выявив не только важные выгоды финансовой интеграции, но и новые риски.

Конечно же, углубление финансовой интеграции продемонстрировало ее способность расщелочить требования между более широким диапазоном портфелей, так что улучшилось распределение рисков. В частности, финансовая интеграция имеет огромный потенциал выравнивания доходов при помощи трансграничной диверсификации активов, и, таким образом, стабилизации экономики в случае асимметричных шоков. По оценкам эмпирических исследований, проведенных в Соединенных Штатах, две пятых воздействия местных шоков на доход выравнивается при помощи авуаров активов, пересекающих границы штатов. Аналогичный анализ в случае европейских странах показывает, что с 1999 года риск начал распределяться и между экономиками этих стран, хотя степень, в которой финансовой интеграции удастся застраховать доход от страновых шоков, все еще ограничена (по оценкам, ниже

10 процентов во всех регионах) и не одинакова в разных регионах (рис. 30)³⁹.

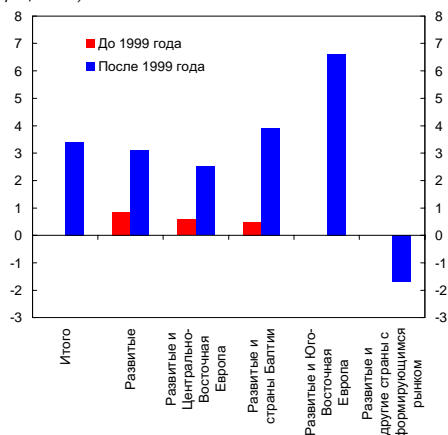
Хорошая адаптация системы к шокам означает, что она не только устойчива, но и более эффективно перераспределяет ресурсы между секторами и фирмами, стимулируя, таким образом, экономический рост. Улучшение возможностей для роста с учетом риска, по всей видимости, также связано с будущим прогрессом интеграции. Эта эмпирическая закономерность показывает, что страны, в которых интеграция проходит быстрее, больше всех пользуются положительной динамикой, в которой финансовая интеграция и улучшение реальных перспектив усиливают друг друга. Европа оказалась регионом, который лучше всех воспользовался такой динамикой (см. вставку 11).

³⁹ На основе работы Kalemli-Ozcan, Sorensen, and Yosha (2004), рассчитана следующая панельная регрессия за 1993–2006 годы для каждой группы стран, пронумерованной i и указанной на рис. 30:

$$\Delta \log GNP_{it} - \Delta \log GNP_t = const + \beta (\Delta \log GDP_{it} - \Delta \log GDP_t) + \varepsilon_{it} .$$

Поскольку ВВП равен сумме ВВП и потоков чистого факторного дохода, эта регрессия служит показателем степени, в которой потоки чистого факторного дохода предоставляют страхование дохода — чем меньше значение β , тем выше степень страхования дохода в группе. Другими словами, $1 - \beta$ служит показателем распределения риска при помощи международных потоков факторного дохода. На рисунке 30 приводятся точечные оценки $1 - \beta$ для разных групп стран, до и после 1999 года.

Рисунок 30. Измерение распределения риска среди европейских стран (В процентах)



Источники: Евростат; МВФ, «Перспективы развития мировой экономики»; расчеты персонала МВФ.
Примечание: Развитые = Австрия, Бельгия, Германия, Греция, Дания, Ирландия, Испания, Италия, Нидерланды, Норвегия, Португалия, Соед. Королевство, Словения, Финляндия, Франция, Швейцария и Швеция; Центрально-Восточная Европа = Венгрия, Польша, Словакия и Чехия; страны Балтии = Латвия, Литва и Эстония; Юго-Восточная Европа = Албания, Болгария, Босния и Герцеговина, БЮР Македония, Молдова, Румыния, Сербия и Хорватия; другие страны с формирующимся рынком = Россия, Турция и Украина.

В то же время финансовая интеграция ставит и новые задачи перед рыночными инвесторами и директивными органами. Из-за трансграничного владения активами финансовые учреждения, такие как банки, подвергаются макроэкономическим и финансовым колебаниям и колебаниям цен активов в странах, в которых они имеют позиции. Все более сложные связи между сегментами рынка и странами снижают степень прозрачности передачи шоков в международной экономике и схему распределения риска, создавая неопределенность для агентов и директивных органов в отношении местонахождения конечных рисков.

Для того чтобы пролить свет на потенциальные международные вторичные эффекты и обратную связь между реальным и финансовым секторами, решающее значение имеет изучение временного графика межстрановой передачи финансовых шоков при непосредственном учете региональных взаимозависимостей⁴⁰. С этой точки зрения рассчитываются страновые векторные модели исправления ошибок, в которых внутренние макроэкономические переменные соотносятся с соответствующими иностранными переменными, построенными исключи-

⁴⁰ Модель и детали расчетов, лежащих в основе оценки региональных финансовых вторичных эффектов в Европе, приведены в работе Galesi and Sgheri (2008). Методология GVAR впервые разработана Pesaran, Schermann and Weiner (2004) и расширена Dees и соавторами (2007).

тельно для соответствия международным финансовым потокам рассматриваемой страны. Отдельные страновые модели затем последовательно и связно комбинируются для одновременного составления прогнозов для всех переменных в мировой экономике. Получающаяся глобальная векторная авторегрессионная модель (GVAR) рассчитывается для 28 европейских стран, объединенных в 6 регионов, а также для Соединенных Штатов с использованием месячных данных о росте реального ВВП, реальном росте кредита корпоративному сектору, реальных ценах на акции и реальных процентных ставках с января 1999 по март 2008 года.

Изучение обобщенных функций реакции на импульсы для экзогенного негативного шока с одной стандартной ошибкой, ударившего по ценам на активы в США (эквивалентного снижению приблизительно на 4¼ процента реальных курсов акций США в годовом исчислении) подтверждает существование сильной взаимозависимости на международных рынках акционерного капитала (за исключением рынков юго-восточной Европы) и тесной финансовой синхронизации изменения условий предоставления кредита в странах Балтии и развитых экономиках, не входящих в еврозону (в частности, в Швеции). Интересные эмпирические данные дает (и соответствует результатам предыдущих разделов) GVAR, которые, по всей видимости, поддерживают точку зрения о разрыве связи между условиями предоставления кредита в развитых экономиках и на отдельных формирующихся европейских рынках (например, Турции и России) и в Центрально-восточной Европе, при общем отрицательном шоке, вызванном финансовыми рынками США (рис. 31).

Каким образом данные о значительных вторичных финансовых эффектах влияют на выводы о связях между макроэкономикой и финансами? В конечном итоге, ослабляет ли финансовая интеграция связь между проциклическим характером леввериджа фирм и макроэкономической изменчивостью или же усиливает эту связь? Использование расчетных оценок GVAR для калибровки показывает, что значительные финансовые трансграничные вторичные эффекты могут потенциально усилить макроэкономический эффект проциклического характера леввериджа, пусть и незначительно. Иначе говоря, при прочих неизменных условиях усиление проциклического характера кредитования может стимулировать изменчивость инвестиций (и объема производства) в большей степени при наличии финансовых трансграничных вторичных эффектов, чем в отсутствие таковых (таблица 7).

Вставка 11. Финансовая интеграция и экономический рост: связаны ли они друг с другом, и каким образом?

Теория предсказывает, что финансовая интеграция должна принести реальную пользу в результате более эффективного распределения ресурсов. Недавнее исследование МВФ обнаружило, что прогресс финансовой интеграции действительно связан с дополнительными возможностями для экономического роста, и это воздействие сильнее в странах с более высокими темпами процесса интеграции. Европа является регионом с самыми высокими, по всей видимости, темпами интеграции, и извлекает наибольшую реальную выгоду из этого процесса. Исследование также показывает, что к некоторым из каналов, по которым финансовая интеграция воздействует на рост, относятся ускорение глобализации и развитие финансового рынка, а также повышение степени ликвидности.

При измерении прогресса финансовой интеграции как степени конвергенции стран в плане премий за приобретение акций (следуя работе Adjaouté и Danthine, 2004) результаты анализа указывают на следующее.

- Степень финансовой интеграции повысилась во всем мире, но особенно на формирующихся рынках. Региональная интеграция протекала быстрее в Европе, в том числе в странах Европы с формирующимся рынком.
- Более высокие темпы финансовой интеграции связаны с последующим повышением темпов экономического роста с поправкой на риск. В то же время, дополнительные возможности роста с поправкой на риск связаны с будущим прогрессом интеграции. Это говорит о том, что страны, в которых быстрее протекает интеграция, извлекают наибольшую пользу из положительной динамики, в которой финансовая интеграция и улучшившиеся реальные перспективы усиливают друг друга. Регион Европы воспользовался этой динамикой в большей степени, чем какой-либо другой.

Кроме того, изучение возможных каналов, через которые прогресс финансовой интеграции может воздействовать на рост, привело к следующим выводам.

- Финансовая интеграция стимулирует глобализацию и финансовое развитие, она также повышает ликвидность рынка.
- В сочетании с выводами других исследований, увязывающих экономический рост с глобализацией (Bekaert, Harvey и Lundblad, 2005) и ликвидностью (De Nicolò и Ivaschenko, 2008), эти результаты указывают, что глобализация и ликвидность являются двумя каналами, по которым преимущества интеграции преобразуются в повышение темпов реального роста.

Примечание. Главный автор настоящей вставки — Ирина Иващенко.

¹De Nicolò and Ivaschenko (2008)

²Темпы интеграции в каждой стране измеряются как отличие стоимости капитала страны от средней стоимости в регионе (или другой группе). Возможности роста корректируются на риск, и за их представительную переменную принимается отношение коэффициентов «рыночная цена к доходу» к их изменчивости.

Таблица 7. Усиление изменчивости в результате усиления процикличности кредитования при финансовых трансграничных вторичных эффектах и без таковых (В процентах)

Процентное усиление изменчивости 1/	Реальный ВВП	Потребление 2/	Инвестиции 2/	Торговый баланс 3/	Текущий счет 3/	Отношение долга к ВВП	Реальный обмен- ный курс
Без вторичных эффектов	3,2	20,9	20,2	20,8	20,7	22,7	18,5
С вторичными эффектами	3,5	20,7	20,3	20,9	20,5	22,4	18

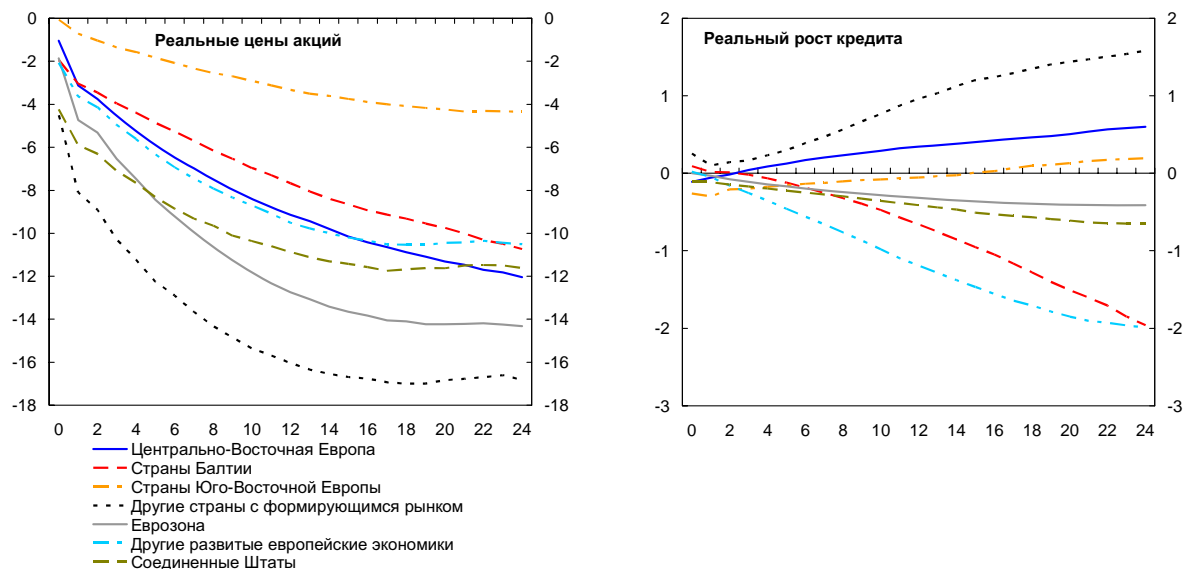
Источник: Gruss and Sgherri (готовится к печати).

1/ Процентное усиление изменчивости каждого агрегата после повышения степени корреляции между кредитованием и ценами активов с 0 до 0,5.

2/ Как воздействие на экономический рост.

3/ Как отношение к ВВП.

Рисунок 31. Измерение трансграничных финансовых вторичных эффектов: реакция финансовой переменной на снижение курса акций в США на одну стандартную ошибку (В процентах)



Источник: МВФ, «Международная финансовая статистика»; Haver Analytics; официальные органы стран; расчеты персонала МВФ. См. подробности в работе Galesi and Sgherri (готовится к печати).

Примечание: Центрально-Восточная Европа = Венгрия, Польша, Словакия и Чехия; Страны Балтии = Латвия, Литва и Эстония; Страны Юго-Восточной Европы = Албания, Болгария, Босния и Герцеговина, БЮР Македония, Молдова, Румыния, Сербия, Хорватия; другие страны с формирующимся рынком = Россия, Турция и Украина, еврозона = Австрия, Бельгия, Германия, Греция, Ирландия, Испания, Италия, Нидерланды, Португалия, Словения, Финляндия и Франция; др. развитые европейские экономики = Дания, Норвегия, Соед. Королевство, Швейцария и Швеция.

Каковы же выводы для экономической политики?

Эмпирический анализ, проведенный в настоящей главе, подсказывает, что динамика цен внутренних активов, вероятно, усиливает экономическую динамику бума и спада. В частности, быстрый рост цен активов, особенно цен акций и недвижимого имущества, во время бумов повышает стоимость обеспечения, стимулируя, таким образом, рост кредита. Спекуляция на основе колебаний цен также становится дополнительным источником спроса на кредит. В свою очередь, вытекающий из этого эффект богатства акцентирует бум расходов. Этот процесс в еще большей степени подкрепляется ростом ликвидности, характерным для основных фондов в периоды финансовой эйфории. Это поведение, однако, также усиливает уязвимость финансовой системы во время последующего спада, когда становится ясно, что у ссуд не было адекватного обеспечения. Дефляция цен активов усугубляется, по мере того как должники стараются покрыть свои финансовые обязательства и кредиторы стремятся ликвидировать активы,

полученные в счет непогашенного долга, в условиях снизившейся ликвидности активов.

Основная проблема в этом плане заключается в неспособности отдельных финансовых посредников интернализировать коллективные риски, принятые в периоды бума. Это объясняется тем, что эти риски носят по существу макроэкономический характер и потому вызывают проблемы координации, решить которые не может какой-либо отдельный агент. Кроме того, оценке риска и традиционным инструментам регулирования обычно присуще потенциальное проциклическое смещение в их применении⁴¹. Традиционный упор на микроэко-

⁴¹ Растет объем литературы, посвященной потенциальной проциклическости нового норматива банковского капитала с учетом риска (известного как Базель II), и отражающей опасение, что повышение требований в отношении минимального размера капитала во время спадов может резко ограничить предложение кредита. По этому вопросу см., наряду с другими работами, Jokipii and Milne (2006), Taylor and Goodhart (2006), Jiménez and Saurina (2006), Saurina and Trucharte (2007), и Repullo and Suarez (2008). Последнее освещение политики см. также в Caruana and Narain (2008) и Goodhart and Persaud (2008).

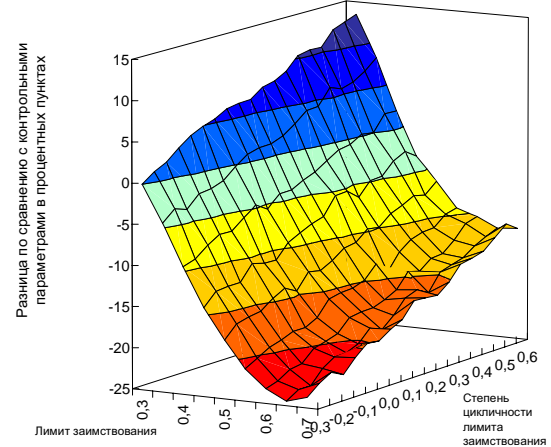
номическую оценку риска, без уделения надлежащего внимания воздействию внешних финансовых циклов на внутренние финансовые рынки, а также на валютный курс и процентные ставки, усугубляет это смещение. По существу именно во время кризисов становится очевидным чрезмерный риск, принятый во время экономического подъема и, в конечном итоге, он вызывает необходимость в списании ссудных портфелей. В системе, в которой резервы на покрытие потерь по ссудам привязаны к непогашению ссуд, резкое увеличение объема такого непогашения во время кризисов уменьшает капитал финансовых учреждений и, соответственно, ограничивает их способность выдавать кредиты. Это, в сочетании с усилившимся восприятием риска, вызывает сокращение кредита, которым характеризуются такие периоды, усугубляя спад экономической деятельности, а также понижение цен активов и, следовательно, качества портфелей финансовых посредников.

Для смягчения этих циклических эффектов, некоторые органы надзора (например, в Испании) выступали за использование антициклических методологий создания резервов (иногда называемые «динамичными» или «статистическими») (и ввели их), которые требуют от банков создавать более крупные резервы (чем требуют потери) в хорошие времена, когда выявленная потребность в создании резервов уменьшается, и пользоваться этими резервами в тяжелые времена, когда потребность в резервах возрастает. Ввиду взаимодействия резервов и капитала, утверждают они, такие опережающие методы создания резервов на потери по ссудам могут ослабить проциклический характер регулятивных требований (см. вставку 12).

И действительно, имитационные модели ослабления проциклического характера банковского кредитования — после, например, введения антициклического элемента в пруденциальное регулирование банковского капитала — указывают на значительное снижение степени изменчивости инвестиций в экономиках, интегрированных в финансовом отношении. Не удивительно, что стабильность, по всей видимости, укрепляется в большей степени в экономиках, демонстрирующих более жесткие финансовые ограничения заимствования (рис. 32).

Усовершенствованное пруденциальное регулирование, в том числе введение антициклического

Рисунок 32. Укрепление стабильности благодаря ослаблению цикличности кредитования 1/



Источник: Gruss and Sgherri (готовится к печати).

1/ Процентные изменения в стандартном отклонении инвестиций при альтернативной параметризации модели. Контрольный показатель: лимит заимствования = 40 процентов и степень цикличности = 0,5.

компонента, который принимает во внимание макроэкономические аспекты циклов бума и спада, дополняет, но не заменяет надлежащие меры политики в других сферах. В этом отношении решающее значение имеют два типа политики: антициклическая макроэкономическая политика, смягчающая интенсивность циклов бума и спада, и политика, направленная на ускорение развития финансов страны. В целом, достаточная свобода действий в экономической политике в значительной степени ослабляет давление, которое, вероятно, почувствуется в реальной экономике по мере ухудшения финансовых условий.

Наконец, что не менее важно, вышеуказанные эмпирические данные поддерживают усиление финансовой интеграции, опирающейся на надлежащую координацию финансовой политики стран. Безусловно, конвергенция органов регулирования и надзора остается важнейшим инструментом стимулирования плавной корректировки, ориентированной на экономический рост, среди экономик, для которых характерны все более сложные связи между сегментами рынка и между странами — и, в еще большей степени, в рамках валютного союза. В этом контексте необходимы дальнейшие смелые шаги, которые побудили бы государства-члены ЕС взять на себя обязательство по введению страновых и трансграничных механизмов для решения вопросов финансовой стабильности (вставка 13)

Вставка 12. Антициклическое создание резервов на случай потерь, вызванных кредитным риском: опыт Испании

Концептуально в основе управления банками кредитным риском резервы считаются обеспечением «ожидаемых убытков», а капитал считается обеспечением «неожиданных убытков». Эти резервы бывают «специальными» или «общими» (в зависимости от того, относятся ли они к каким-либо конкретным ссудам или повышенному риску). Нормативы капитала, взвешенные по риску, могут иметь склонность к проциклическости — при спаде, по мере усиления кредитных рисков, требования в отношении минимального капитала повышаются и банки могут сократить кредитование, усиливая спад. Требования в отношении создания резервов по кредитному риску могут также быть проциклическими — по мере роста убытков по кредитам во время спада, от банков могут потребовать увеличения резервов. Это, в свою очередь, снижает прибыль, влияя, таким образом, на способность банков наращивать их капитал. Для смягчения этих циклических эффектов некоторые органы надзора выступали за использование антициклических методологий создания резервов и ввели эти методологии (иногда называемые «динамичными» или «статистическими»), которые требуют от банков создавать резервы в большем объеме (чем требуют потери) в хорошие времена, когда выявленная потребность в создании резервов меньше, и пользоваться этими резервами в тяжелые времена, когда потребность в резервах возрастает. Ввиду взаимодействия резервов и капитала, утверждают они, такие опережающие методы создания резервов на потери по ссудам могут ослабить проциклический характер регулятивных требований.

На практике, несмотря на использование антициклических методов в специальных случаях, например при помощи временного повышения нормы резервов или требования о взвешивании по риску при быстром росте кредита, полномасштабными системами антициклического создания резервов пользуются немногие страны. Испания играет ведущую роль на практике в антициклическом создании резервов, требуя от банков создания (используя формулу органов надзора или свои собственные оценки ожидаемых потерь на основе прошлых периодов) статистических резервов, которые входят в состав общих резервов. Специальные резервы в учетном периоде сопоставляются с этим статистическим созданием резервов. Если первые уступают последним, то разница вычитается из дохода за период; в противном случае, накопленные статистические резервы могут использоваться для выполнения любого требования о повышении обязательных специальных резервов. Это ослабляет изменчивость дохода, а также связанные с ней проциклические эффекты. Эта система, по всей видимости, хорошо работает в Испании. Несмотря на то, что несколько испанских банков столкнулись в последние периоды с растущим числом необслуживаемых кредитов из-за выданных ссуд, обеспеченных недвижимым имуществом, настроение инвесторов не упало, что выражается в устойчивости цен на акции этих банков.

Если решением проблемы являются антициклические резервы, почему же они не нашли более широкого распространения? В отличие от банковского капитала, согласованные международные стандарты предписаний органов надзора в отношении создания резервов отсутствуют. При этом предоставляются указания в случае отдельных стран. Разные страны пользуются разными методами, отчасти потому что на решения банков о создании резервов влияет взаимодействие режимов регулирования, бухгалтерского учета и налогового режима, а также цели руководства в отношении прибыли. Элементы этих различных аспектов обычно противоречат идее опережающих резервов, особенно тех, которые по природе являются общими резервами (не связанными с каким-либо риском или обесценением).

По традиции регулятивные предписания о создании резервов обычно ретроспективны, то есть они сосредотачиваются на увязывании объема создания резервов со степенью снижения стоимости непогашенной ссуды. В последнее время многие страны включают опережающие элементы, потребовав, чтобы на выявленное, пусть и не признанное, обесценение создавались резервы, и некоторые также поощряют создание универсальных общих резервов, ограниченная часть которых может отвечать критериям капитала. Эта практика, однако, иногда считается противоречащей созданию резервов на обесценение, предусмотренному в новых Международных стандартах финансовой отчетности (МСФО). Эти стандарты поддерживают определение справедливой стоимости всех активов, включая ссуды; эта стоимостная оценка должна отражать любые понесенные убытки или случаи обесценения, но ограничивают возможность включения (за несколькими исключениями) убытков, которые могут быть понесены в будущем, а это существенный элемент антициклического создания резервов. Органы регулирования рынка также беспокоит возможность того, что такие методы могут позволить банкам манипулировать своей прибылью при помощи «выравнивания доходов» и, таким образом, препятствовать прозрачности для инвесторов. Наконец, налоговый режим резервов (вычет специальных резервов из налогов более вероятен, тогда как общие резервы обычно не вычитаются) также может создать отрицательные стимулы для руководства банков.

Примечание. Главный автор настоящей ставки — Адитья Нараян.

При этом, как показывает опыт Испании (и нескольких других стран, включая Португалию и Австралию), все эти вопросы можно решить, и вероятно, в контексте продолжающегося ужесточения условий получения кредита, другие органы надзора, возможно, также будут стремиться к толкованию стандартов бухгалтерского учета таким образом, чтобы опираться на них для расширения своих возможностей по смягчению проциклических эффектов банковского регулирования. В центре дебатов на международных форумах органов надзора также находится проблема смягчения нежелательных проциклических эффектов банковского регулирования, особенно в контексте второго компонента системы «Базель II», который требует от органов надзора обеспечения принятия во внимание системами управления банковским риском циклических эффектов. Антициклические методы создания резервов по кредитному риску могут поэтому вновь оказаться темами заголовков.

Вставка 13. Трансграничная финансовая стабильность в ЕС: каково положение в настоящее время?¹

Европейский союз нуждается в более интегрированном подходе к финансовой стабильности — этот факт подчеркнули непрекращающиеся финансовые потрясения. Со времен Римского договора 1957 года ЕС стремился к созданию единого финансового рынка. Он добился важных успехов на пути к этой цели, но завершение процесса и регулирование связанных с этим рисков требует интегрированного подхода к финансовой стабильности². Политические предпочтения, а также правовые и институциональные соображения до сих пор ограничивали прогресс в сфере трансграничных механизмов финансовой стабильности; однако, растущее понимание неотложности, вызванной продолжающимися финансовыми потрясениями, усилило поддержку реформ в этой сфере.

Основная проблема заключается в том, что органы надзора стран несут фидуциарную ответственность перед правительствами и парламентами своих стран. Это ограничивает их стимулы к работе над общими целями ЕС. Сотрудники МВФ утверждают уже в течение некоторого времени, что ЕС необходимы совместная ответственность за финансовую стабильность и подотчетность, и что эта инициатива должна опираться на более полный обмен информацией (включая Европейский центральный банк) и усовершенствованные основы профилактики кризисов, их преодоления и урегулирования.

ЕС принял набор принципов урегулирования трансграничных кризисов и сопроводительный меморандум о договоренности (МоД). Эти принципы, принятые на октябрьском совещании министров финансов ЕС (ECOFIN) в 2007 году, обязуют государства-члены действовать во время кризисов таким образом, чтобы свести к минимуму «потенциально вредные экономические последствия с наименьшими коллективными издержками». В случае необходимости использования государственных ресурсов для решения проблемы с минимальными издержками, прямые бюджетные расходы должны «распределяться между государствами-членами на основе справедливых и сбалансированных критериев». Недавно согласованный МоД стремится реализовать эти принципы. Он обязует государства-члены ввести страновые и трансграничные механизмы для урегулирования проблем финансовой стабильности, набор общих руководящих принципов для преодоления кризисов, а также общую основу оценки для определения системного характера кризиса. Между тем, ведется работа над пересмотром правовой основы для решения проблем платежеспособности в трансграничных банках. Эта работа охватывает усовершенствование схем гарантии депозитов, основу для интервенции на ранних этапах и меры по реорганизации, а также оценку препятствий для перевода активов через границы.

Примечание. Главные авторы настоящей вставки — Мартин Сихак и Вим Фонтейн.

¹Подробности см. также в работе МВФ (2007).

²См. Decressin, Faruqee, and Fonteyne (2007).

...продолжение

Вставка 13 (окончание)

Укрепляется система Ламфалусси, призванная обеспечить конвергенцию регулирования и надзора. Эта система была создана для облегчения формулирования правил для финансового сектора на уровне ЕС и более последовательного применения этих правил на уровне стран. В так называемых Комитетах 3-го уровня этой системы собраны сотрудники органов надзора стран, на которых возложена основная нагрузка по достижению желательной конвергенции. На декабрьском совещании министров финансов ЕС (ECOFIN) в 2007 году было объявлено о дорожной карте реформ для укрепления этих комитетов путем предоставления им дополнительных ресурсов, расширения охвата принятия решений квалифицированным большинством голосов и активизации применения странами директив, издаваемых этими комитетами, при сохранении необязательного характера директив.

Для решительного продвижения к усилению совместной ответственности и подотчетности необходимо сильное политическое руководство. Принципы урегулирования кризисов, с их признанием коллективной ответственности и необходимости в распределении расходов, стали новаторскими. Но национальные интересы могут все же во время серьезного кризиса взять верх над добрыми намерениями, воплощенными в этих принципах, и МоД, не имеющем обязательного характера. МоД может также усугубить риски, в еще большей степени усложнив систему трансграничной финансовой стабильности. В целом своевременные и коллективные решения с минимизацией издержек могут оказаться недостижимыми. Основная задача заключается в согласовании правовой основы систем финансовой стабильности, опирающихся на системы стран, и стимулов для соответствующих агентов с согласованными принципами. В этом контексте сделан важный шаг на майском совещании министров финансов (ECOFIN) в 2008 году, призвавшем государства-члены наделить уставы своих органов надзора европейским мандатом, так чтобы они «могли принимать во внимание аспект ЕС при исполнении своих обязанностей, в том числе учитывать соображения финансовой стабильности в других государствах-членах при исполнении своих обязанностей». Потребуется, однако, более смелые шаги, для которых необходимо сильное политическое руководство, подобное тому, которое привело к введению евро как общей валюты 10 лет тому назад.

4. Трансграничные потоки рабочей силы в новых государствах-членах: структура и задачи на будущее

Потоки рабочей силы через границы новых государств-членов (НГЧ) Европейского союза не только существенно усилились с начала перехода этих стран к рыночной экономике, но и стали более диверсифицированными и гибкими. Трансграничная мобильность рабочей силы благотворно влияет на НГЧ, ускоряя процесс конвергенции в странах, в которых такие потоки являются крупными. Вопреки существующему мнению, маловероятно, чтобы мобильность рабочей силы вела к перегреву экономики; напротив, она скорее играет роль сдерживающего фактора в рамках делового цикла. Однако в среднесрочной перспективе отток рабочей силы может способствовать повышению заработной платы, что может взаимодействовать с другими факторами неэластичности и вызвать вторичный инфляционный эффект. Эти факторы необходимо контролировать для поддержания конкурентоспособности. Более эффективная мобилизация и использование рабочей силы также желательны для изменения существующих дисбалансов счетов текущих операций и обеспечения устойчивого роста в долгосрочной перспективе.

Обзор

Наряду с международными потоками капитала перемещение рабочей силы через границы НГЧ Европейского союза послужило одним из ключевых факторов процесса конвергенции доходов этих стран⁴². По мере постепенного ослабления ограничений на трансграничную мобильность рабочей силы большинство НГЧ испытало с начала перехода к рыночной экономике усиление потоков рабочей

силы через границы. Эти потоки проявлялись в различной форме и имели разную направленность.

- На протяжении приблизительно последних десяти лет многие страны наблюдали расширение способов оказания трудовых услуг через границы как посредством физической миграции, изменения места постоянного проживания и участия в иностранном рынке труда, так и посредством различных видов сезонных, временных и нерегулярных потоков трудовых услуг через границы. Эти различные способы возникли в качестве реакции на такие факторы, как расширение доступа к (крайне) недорогим транспортным услугам, проведение менее ограничительной политики и повышение спроса на гибкие формы иностранного труда.
- В отличие от потоков капитала, которые в основном выражались в его притоке, потоки рабочей силы во многих странах выражались как в ее притоке, так и оттоке. В то время как некоторые страны испытали крупный отток в страны с более высокими доходами, многие из них одновременно получали крупный приток рабочей силы из соседних государств с более низкими доходами. Однако в чистом выражении большинство стран испытывало крупный отток в течение определенного периода времени с начала перехода к рыночной экономике.

Масштабы этих потоков вызывали дискуссии, внимание в которых в неравной мере уделялось перспективам принимающих стран и стран назначения с более высокими доходами. Для этих стран основным вопросом являлось поглощение притока иностранной рабочей силы местными рынками труда. Хотя изначально беспокойство было связано с тем, что крупный приток отрицательно скажется на состоянии рынков труда, имеющиеся сведения показывают, что до сих пор этот приток был успешно абсорбирован. Приезжие дополняли, а не замещали внутренние трудовые ресурсы, и, таким образом, сняли остроту проблем, связанных со старением

Примечание. Основными авторами данной главы являются Рудольф Бемс и Филипп Шеллекенс. Аналитической основой послужила работа Bems and Schellekens (готовится к печати).

⁴²В группу НГЧ входят Болгария, Венгрия, Латвия, Литва, Польша, Румыния, Словацкая Республика, Словения, Чешская Республика и Эстония.

населения, способствовали экономическому росту и помогли ослабить инфляционное давление⁴³.

В данной главе ситуация рассматривается с позиций НГЧ и описывается складывающаяся структура трансграничной мобильности рабочей силы, а также изучается вопрос о том, как НГЧ могут наиболее оптимальным образом справиться с возникающими в этой связи задачами. Исходя из основ теории общего равновесия в данной главе обсуждается то, как мобильность рабочей силы взаимодействует с процессом конвергенции доходов. Были сделаны следующие ключевые выводы.

- Мобильность рабочей силы ускоряет процесс конвергенции, способствует значительному повышению соотношения капитала и труда в рамках всей экономики, поддерживает совокупный спрос благодаря поступлению денежных переводов от лиц, работающих за границей, и может служить фактором роста квалификации рабочей силы в результате реинтеграции в местные рынки труда возвращающихся мигрантов.
- С миграцией рабочей силы происходит также миграция части спроса на внешнеторговые товары. Эта миграция делает более умеренным рост цен на внешнеторговые товары, а также увеличение дефицита по счету текущих операций, которые возникают в процессе конвергенции. Она также ослабляет необходимость в гибкости внутреннего рынка факторов производства и их перераспределении в пользу сектора внешнеторговых товаров, что впоследствии помогает уменьшить дефицит по счету текущих операций.
- Таким образом, ограничение мобильности рабочей силы не является ответом на давление, создаваемое перегревом экономики. Мобильность рабочей силы вряд ли является существенным первичным фактором перегрева. Кроме того, мобильность рабочей силы обычно играет роль сдерживающего, а не катализирующего фактора. Однако в среднесрочной перспективе для предотвращения подрыва конкурентоспособности требуется не допускать вторичных эффектов инфляции заработной платы, возможно, связанных с оттоком рабочей силы.
- Для обеспечения устойчивого роста необходимо более эффективно мобилизовать и использовать рабочую силу, в том числе путем стимулирования

⁴³World Bank (2006).

участия населения в рабочей силе. Это помогло бы странам более эффективно решать задачи перераспределения ресурсов от сектора внешнеторговых к сектору внешнеторговых товаров, а также решать проблемы, связанные с возможными различиями в возрасте и квалификации убывающей и прибывающей рабочей силы.

СТРУКТУРА

В отношении нижеследующего обсуждения общей структуры трансграничной мобильности рабочей силы действует одна общая оговорка. На показатели трансграничных потоков рабочей силы влияют различные ограничения данных (в плане доступности, своевременности, точности и качества). Например, системы регистрации миграции, опирающиеся на изменения постоянного резидентства, могут недооценивать потоки, когда иностранные работники сохраняют свой статус резидентства на время работы за границей. Кроме того, переписи населения и обследования рабочей силы могут не охватывать временные и нерегулярные потоки. Более того, системы регистрации работников и другие административные системы в принимающих странах могут вести к двойному подсчету и не позволять проводить сравнения между странами⁴⁴.

Усиление потоков

Открытость рынков труда быстро и сильно росла с начала перехода стран к рыночной экономике. До этого движение рабочей силы (объемы и направленность потоков) крайне ограничивалось и в основном принимало форму переселения и нерегулярной миграции. Падение «железного занавеса» придало значительный импульс миграции и, таким образом, мобильности рабочей силы через границы. Однако рынки рабочей силы в странах назначения раскрывались постепенно. Учитывая большую разницу в уровне доходов и неопределенность в отношении возможных масштабов миграции, вначале существовали ограничения, но по мере расширения ЕС они были постепенно сняты.

⁴⁴Например, системы регистрации работников могут быть не в состоянии обеспечивать снятие работников с учета при отбытии из стран назначения. Это может вести к завышению показателей притока.

Таблица 8. Новые государства-члены: чистые темпы миграции, 1992–2007 годы
(В процентах)

	1992–95	1996–99	2000–03	2004–07
Эстония	-17,1	-4,9	0,1	0,1
Латвия	-11,6	-3,0	-1,3	-0,5
Литва	-6,5	-6,1	-2,1	-2,1
Болгария	-2,7	0,0	-6,5	0,0
Словения	-1,1	0,1	1,7	3,6
Румыния	-0,9	-0,5	-6,1	-0,3
Польша	-0,4	-0,3	-3,0	-0,5
Словацкая Республика	0,3	0,3	-0,9	0,8
Чешская Республика	0,9	1,0	0,0	4,2
Венгрия	1,7	1,7	1,1	1,7

Источники: Евростат и расчеты персонала МВФ.

На усиление трансграничных потоков рабочей силы указывают изменения коэффициентов чистой миграции (таблица 8). Данные о чистой миграции, выведенные из статистики народонаселения и имеющиеся за сравнительно длинные периоды времени, показывают, что в нескольких странах коэффициенты чистой миграции были существенно отрицательными в течение длительных периодов времени (то есть отток превышал приток). Это в особенности отмечается в случае стран Балтии в первые годы перехода к рынку (что отражало обратную миграцию этнических групп). Болгария, Польша и Румыния также имели высокие отрицательные коэффициенты чистой миграции. В случае других стран, таких как Венгрия, Словения и Чешская Республика, средний баланс миграции был положительным.

Если рассматривать период после первого расширения ЕС в 2004 году, имеющиеся сведения по коэффициентам валовой эмиграции указывают на следующую структуру.

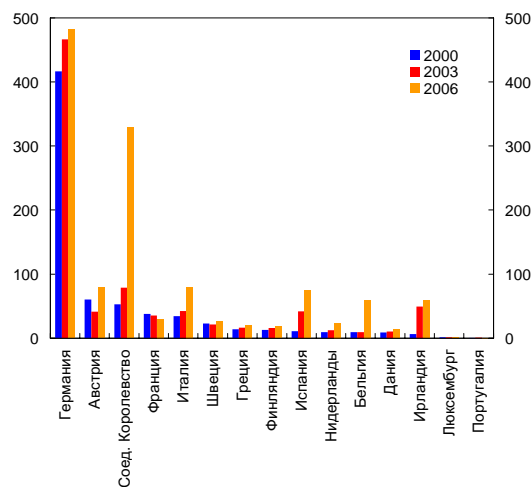
- После первого расширения ЕС численность иностранных резидентов из НГЧ-8 в старых государствах-членах ЕС-15 увеличивалось приблизительно на 200 000–250 000 человек в год⁴⁵. В общей сложности это соответствует 1,5 процента всего населения стран происхождения с 2004 года, притом что в Латвии, Литве и Польше коэффициенты валовой эмиграции были выше средних⁴⁶.
- Страны, которые раньше открыли свои рынки, относились к числу более популярных стран назначения (рис. 33). Ирландия и Соединенное Королевство, которые в числе первых сняли ограничения, зарегистрировали крупный приток, приведший к образованию определенной структуры миграции⁴⁷. Определенную роль также играли другие факторы, кроме ограничений на миграцию, такие

⁴⁵ Brückner (2007). Эти данные основаны на статистике рабочей силы и народонаселения.

⁴⁶ Kaczmarczyk and Okólski (2008).

⁴⁷ Ирландия привлекала крупные потоки мигрантов из Литвы, Польши и Румынии; Соединенное Королевство — из различных стран, но в особенности из Польши.

Рисунок 33. Резиденты НГЧ-8 в странах ЕС-15, 2000–2006 годы 1/
(В тыс. чел.)



Источник: Brückner (2007).

Примечание. Данные составлены на основе различной информации национальной статистики народонаселения и обследований рабочей силы Евростата.

1/ Группа НГЧ-8 включает Венгрию, Латвию, Литву, Польшу, Словацкую Республику, Словению, Чешскую Республику и Эстонию.

Таблица 9. Страны происхождения наиболее крупных иммиграционных потоков в европейских государствах-членах ОЭСР, 2000 и 2005 годы
(В тыс. чел.)

	2000		2005
Марокко	96	Польша	324
Эквадор	96	Румыния	202
Польша	94	Марокко	128
Болгария	81	Болгария	82
Турция	79	Германия	77
Румыния	76	Украина	70
Соединенные Штаты	64	Турция	66
Германия	61	Соединенное Королевство	65
Франция	60	Россия	54
Италия	56	Франция	49

Источник: OECD, *International Migration Outlook* (2007).

как языковые барьеры, и страны со схожим либеральным режимом (например, Дания и Швеция) не испытали резкого усиления притока.

- Болгария и Румыния являлись важными странами происхождения задолго до их присоединения к ЕС в 2007 году (таблица 9). В 2007 году, в ответ на крупный приток после первого расширения ЕС, Ирландия и Соединенное Королевство решили ограничить доступ к их рынкам труда для выходцев из Болгарии и Румынии⁴⁸. Наиболее привлекательными странами назначения после этого стали Италия и Испания⁴⁹.

⁴⁸ К числу других стран, в которых были применены ограничения доступа для работников из Болгарии и Румынии на первом этапе переходных положений, относились Кипр, Латвия, Литва, Польша, Словения, Словацкая Республика, Финляндия, Чешская Республика и Эстония.

⁴⁹ Iara (2008).

Растущая гибкость

За последнее десятилетие произошли также огромные изменения в том, как трудовые услуги оказываются через границы, так как все более широкое распространение получают гибкие способы оказания услуг.

- Гибкие формы мобильности рабочей силы широко распространились в ответ на 1) сезонный характер спроса на рабочую силу в странах назначения, особенно в сельскохозяйственном и строительном секторах; и 2) в целом более высокий спрос в этих странах на гибкие формы труда, учитывая жесткость внутренних рынков труда. Это привело к усилению краткосрочных и высокочастотных потоков рабочей силы.
- Факторы близости и доступности сыграли особую важную роль в появлении этих более гибких способов оказания услуг. Значение фактора географической близости хорошо иллюстрируют трансграничные связи между Германией и Польшей (рис. 34). В случае более удаленных друг от друга регионов доступность улучшилась благодаря недорогому транспорту. Это привело к появлению временных форм мобильности рабочей силы (например, между странами Балтии и Ирландией)⁵⁰.
- Значительная часть краткосрочных потоков рабочей силы может состоять из нерегулярных потоков. «Челночные» поездки на работу иностранных работников трудно учесть в данных, что может вести к занижению оценок реальных потоков. В то же время увеличение официальных трансграничных потоков после снятия ограничений может быть иллюзорным, если это увеличение отражает формализацию существующей занятости⁵¹.

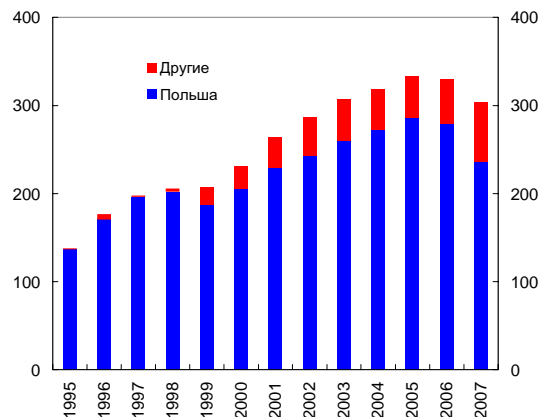
Изменения в структуре

Хотя при изучении макроэкономических последствий мобильности рабочей силы основное внимание может уделяться чистым потокам, важное значение также имеет структура валовых потоков. Даже если валовой приток точно соответствует валовому оттоку, определенное воздействие могут ока-

⁵⁰ Недорогостоящие авиаперевозки способствовали появлению практики воздушных поездок на работу «синих воротничков».

⁵¹ World Bank (2006).

Рисунок 34. Германия: сезонные рабочие-мигранты, 1995–2007 годы
(В тыс. чел.)



Источник: Bundesagentur für Arbeit.

зывать не только временные издержки, связанные с перемещением рабочей силы, но и изменения структуры рабочей силы.

При изучении структуры потоков интерес представляют такие два параметра, как возраст и уровень квалификации работников.

- Имеющиеся ограниченные сведения указывают на то, что в последние годы миграция рабочей силы не оказывала значительного влияния на возрастную структуру (таблица 10). Молодежь в целом широко представлена в статистике по оттоку рабочей силы. Однако в то же время она также широко представлена в притоке рабочей силы в те же страны. В случае возрастной группы от 15 до 24 лет коэффициент чистой миграции ниже среднего в Латвии и Польше (чистая эмиграция), а также Литве и Словацкой Республике (чистая эмиграция). В возрастной группе от 25 до 29 лет чистая эмиграция существенно превышает средний уровень только в Литве и Румынии.

Таблица 10. Новые государства-члены: чистые темпы миграции в разбивке по возрастным группам, 2004–2006 годы
(На тыс. чел.)

	15–24 лет	25–39 лет	40–54 лет	55–64 лет	15–64 лет
Болгария	...	...	...	...	...
Чешская Республика	5	4,7	2,3	0,4	3,3
Эстония	0	0	0,2	-0,1	0
Латвия	-0,7	0,1	-0,2	-0,3	0,2
Литва	0,4	-10,6	13,1	12,8	2,8
Венгрия	2,8	2,4	1,1	1,4	1,9
Польша	-0,7	-0,4	-0,4	-0,1	-0,4
Румыния	-0,3	-1	-0,2	-0,1	-0,5
Словения	4,1	2,5	1,3	0,5	2,1
Словацкая Республика	0,3	0,6	0,6	0,5	0,5

Источник: Schreiner (2008).

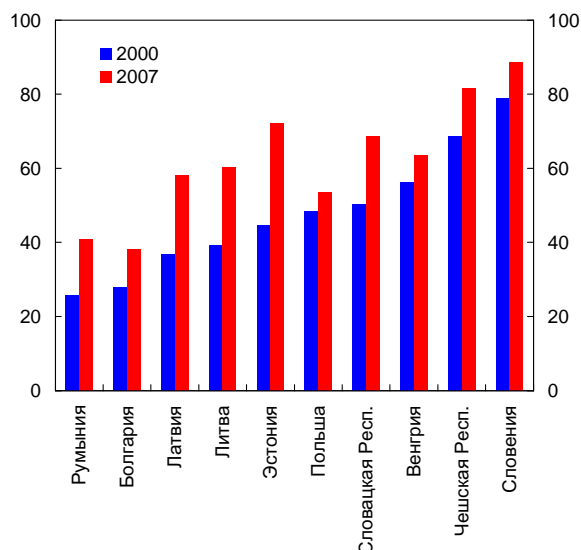
- Не ясно, можно ли сделать аналогичный вывод в отношении структуры квалификации труда. Данные об уровне квалификации значительно труднее получить. Частичные сведения, имеющиеся по Эстонии и Польше, показывают, что уровень квалификации иммигрантов в целом ниже, чем уровень квалификации эмигрантов, хотя сведения по Польше также показывают, что уровень квалификации эмигрантов в последнее время выше, чем уровень квалификации эмигрантов в предыдущие десятилетия⁵². Однако этот вывод может быть неприменим к другим странам, так как показатели уровня образования населения трудоспособного возраста в НГЧ указывают на улучшение образования в последние годы⁵³. Таким образом, если эмигранты имели высокий уровень образования, их отъезд вряд ли существенно снизил средний уровень квалификации рабочей силы⁵⁴.

Влияние мобильности рабочей силы на конвергенцию

За последнее десятилетие экономика НГЧ сильно возросла, а их уровни доходов беспрецедентно быстрыми темпами приближаются к средним уровням ЕС (рис. 35). Резко возросли доходы на душу населения в странах Балтии: всего за восемь лет они повысились с приблизительно 40 процентов до 63 процентов от среднего уровня всего ЕС⁵⁵. Конвергенция других стран, таких как Венгрия и Словения, происходила более медленными темпами, что частично связано с их более высокими стартовыми позициями.

Как сказывается мобильность рабочей силы через границы на процессе конвергенции? Прежде чем перейти к рассмотрению этого вопроса, имеет смысл рассмотреть упрощенный пример экономики, пытающейся догнать страны с более высоким уровнем жизни, при том что допускается только мобиль-

Рисунок 35. Новые государства-члены: доход на душу населения относительно ЕС-27, 2000 и 2007 годы (В процентах)



Источники: Евростат и расчеты персонала МВФ.
Примечание. Индекс служит показателем ВВП на душу населения по стандартному паритету покупательной способности относительно среднего уровня ЕС-27, нормализованного к 100.

ность рабочей силы между различными секторами экономики. То есть работники могут переходить на другую работу внутри страны («внутренняя мобильность рабочей силы»), но не могут переходить на аналогичную работу в других странах («внешняя мобильность рабочей силы»). Ниже будут рассмотрены случаи как внутренней, так и внешней мобильности.

Конвергенция при внутренней мобильности

Рассмотрим экономику, производительность в которой растет, что идет на благо всех секторов, но в особенности сектора внешнеторговых товаров (рис. 36, панель «А»)⁵⁶. Процесс конвергенции, когда рабочая сила не является внешне мобильной, характеризуется двумя отдельными этапами: этапом расширения и этапом переориентации⁵⁷.

⁵²Budnik (2007), Kaczmarczyk and Okólski (2008) и Rõm (2008).

⁵³Schreiner (2008).

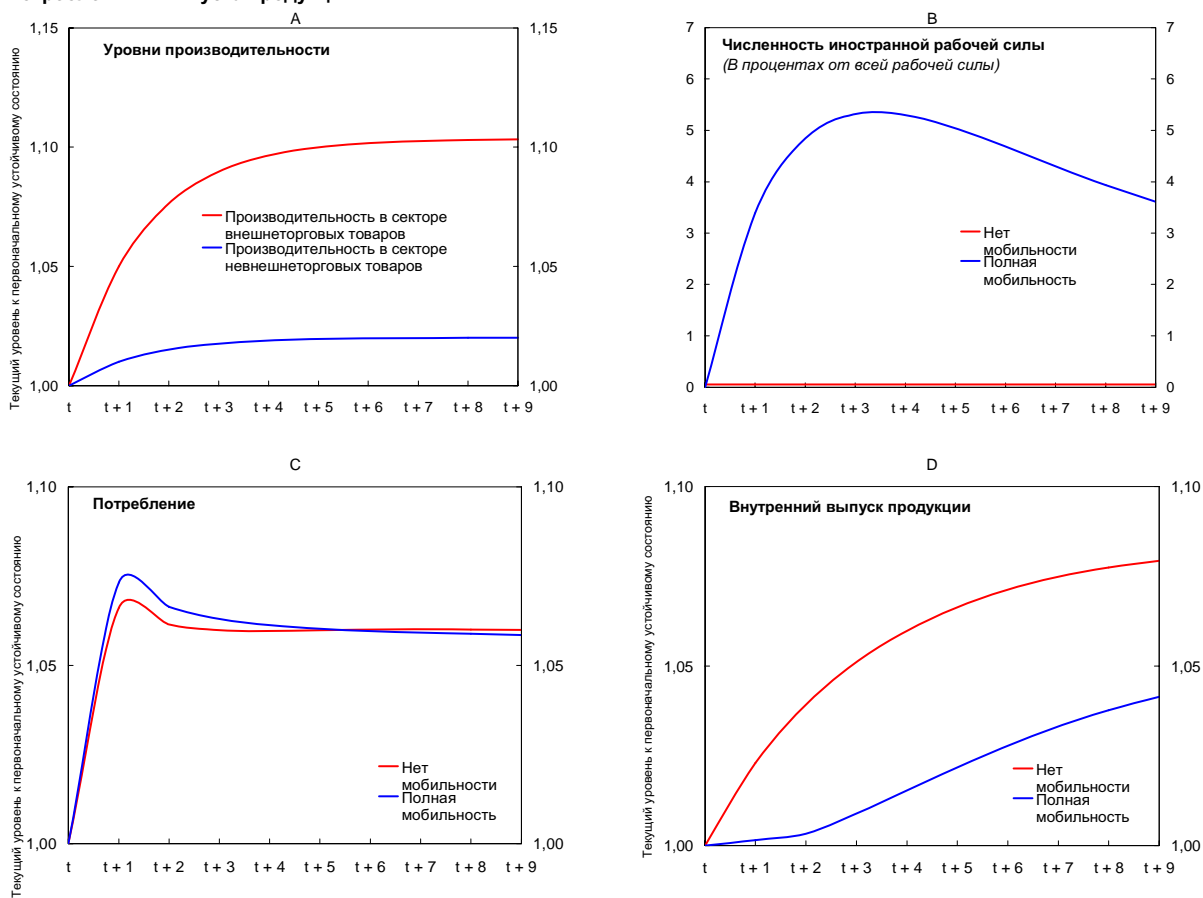
⁵⁴Однако в противном случае средние уровни образования могли бы быть выше, если бы высоко образованные мигранты не уехали из своих стран.

⁵⁵Эти коэффициенты были рассчитаны как простое невзвешенное среднее значение дохода на душу населения в Латвии, Литве и Эстонии относительно дохода на душу населения в ЕС-27.

⁵⁶Асимметричный подход к изменениям производительности в секторах невнешнеторговых и внешнеторговых товаров не ведет к искажению общего принципа. Единственной целью этого в настоящей работе является создание эффекта Балашши-Самуэльсона при конвергенции цен.

⁵⁷Теоретическое обоснование двух этапов конвергенции подробно описывается в работе Bems and Schellekens (2007).

Рисунок 36. Иммитационное моделирование изменений производительности, иностранной рабочей силы, потребления и выпуска продукции



Источник: иммитационные расчеты персонала МВФ.

Примечание. Подробнее в отношении иммитационных расчетов см. работу Bems and Schellekens (готовится к печати).

- На *этапе расширения* происходит резкий рост спроса на внешнеторговые и невнешнеторговые товары. Потребители, стремясь выровнять свое потребление в ожидании более высоких постоянных доходов, будут заимствовать средства за границей. Для удовлетворения возросшего спроса внешнеторговые товары могут быть легко импортированы из-за границы, но невнешнеторговые товары должны быть произведены внутри страны. Поскольку налаживание производства невнешнеторговых товаров занимает время, спрос на невнешнеторговые товары в начале превышает предложение, что вызывает рост цен на невнешнеторговые товары.
- *Этап переориентации* наступает, как только потенциал сектора невнешнеторговых товаров сравнивается со спросом. В результате ослабевает давление на цены на невнешнеторговые товары, и умеренный рост относительных цен на невнешнеторговые товары, если не их пониже-

ние, помогает направить ресурсы обратно в сектор производства внешнеторговых товаров. Изменение производственной структуры экономики сокращает зависимость потребителей от внешнего заимствования и помогает в обслуживании внешних обязательств.

Внутренняя мобильность рабочей силы является важным фактором обеспечения гладкого процесса конвергенции. Если внутренняя мобильность ограничивается по каким-либо причинам, быстрое накопление внешнего долга на этапе расширения перестает быть оптимальным. Перераспределение трудовых ресурсов на этапе переориентации от одного сектора к другому окажется слишком дорогостоящим. Таким образом, при ограниченной внутренней мобильности оптимальным решением будет замедление процесса конвергенции путем снижения роста на этапе расширения и уменьшения необходимости в структурных изменениях на этапе переориентации.

Конвергенция при внутренней и внешней мобильности

Корректировка соотношения капитал/рабочая сила

Рассмотрим теперь случай, когда в вышеописанной экономике движение рабочей силы возможно не только внутри страны между секторами, но и через границы. Такая мобильность будет иметь несколько последствий для процесса среднесрочной конвергенции.

- Поскольку НГЧ обычно имеют слишком мало капитала и слишком много рабочей силы, предельный доход на капитал (рабочую силу) будет высоким (низким). Стремление к достижению наивысшего дохода, таким образом, ведет одновременно к притоку капитала и, когда допускается внешняя мобильность рабочей силы, оттоку трудовых ресурсов (рис. 36, панель «В»). Благодаря этому НГЧ могут добиваться более эффективного соотношения капитал/рабочая сила в рамках всей экономики.
- Поскольку уровни дохода могут быть резко повышены путем оказания трудовых услуг за границей, большая внешняя мобильность рабочей силы ведет к более быстрой конвергенции потребления и, таким образом, уровня благосостояния (рис. 36, панель «С»).
- Кроме того, ускоряется конвергенция, измеряемая выпуском продукции на душу населения. Однако поскольку использование трудовых ресурсов частично происходит за границей, внутренний продукт страны происхождения будет расти более медленными темпами, чем при меньшей внешней мобильности или ее отсутствии (рис. 36, панель «D»).

Расширение и переориентация

Что касается двух этапов конвергенции, то внешняя мобильность рабочей силы оказывает следующее воздействие на экономику страны.

- Внешняя мобильность рабочей силы делает рост на этапе расширения более умеренным и уменьшает необходимость в перераспределении ресурсов на этапе переориентации. При оттоке рабочей силы за границу происходит также отток части спроса на невнешнеторговые товары, что уменьшает напряженность в секторе невнешне-

торговых товаров. В результате этого более умеренной оказывается также инфляция цен на невнешнеторговые товары (рис. 37, панель «А»). Таким образом, даже если конвергенция потребления происходит быстрее, рост во внутреннем секторе невнешнеторговых товаров будет более умеренным, так как иностранные государства берут на себя часть бремени по обеспечению невнешнеторговых товаров.

- Поскольку рост на этапе расширения оказывается более умеренным, расширение сектора невнешнеторговых товаров будет меньшим и более плавным, и дефицит счета текущих операций будет ниже (рис. 37, панель «В»). Это уменьшает необходимость на следующем этапе переориентировать экономику на внешнеторговый сектор. Интересно отметить, что возникает эффект, противоположный эффекту при большей внутренней мобильности, когда большая гибкость в распределении трудовых ресурсов между секторами ведет к усилению межотраслевых колебаний. Поток денежных переводов от лиц, работающих за границей, связанный с большей внешней мобильностью, помогает финансировать торговый дефицит (рис. 37, панель «С»).

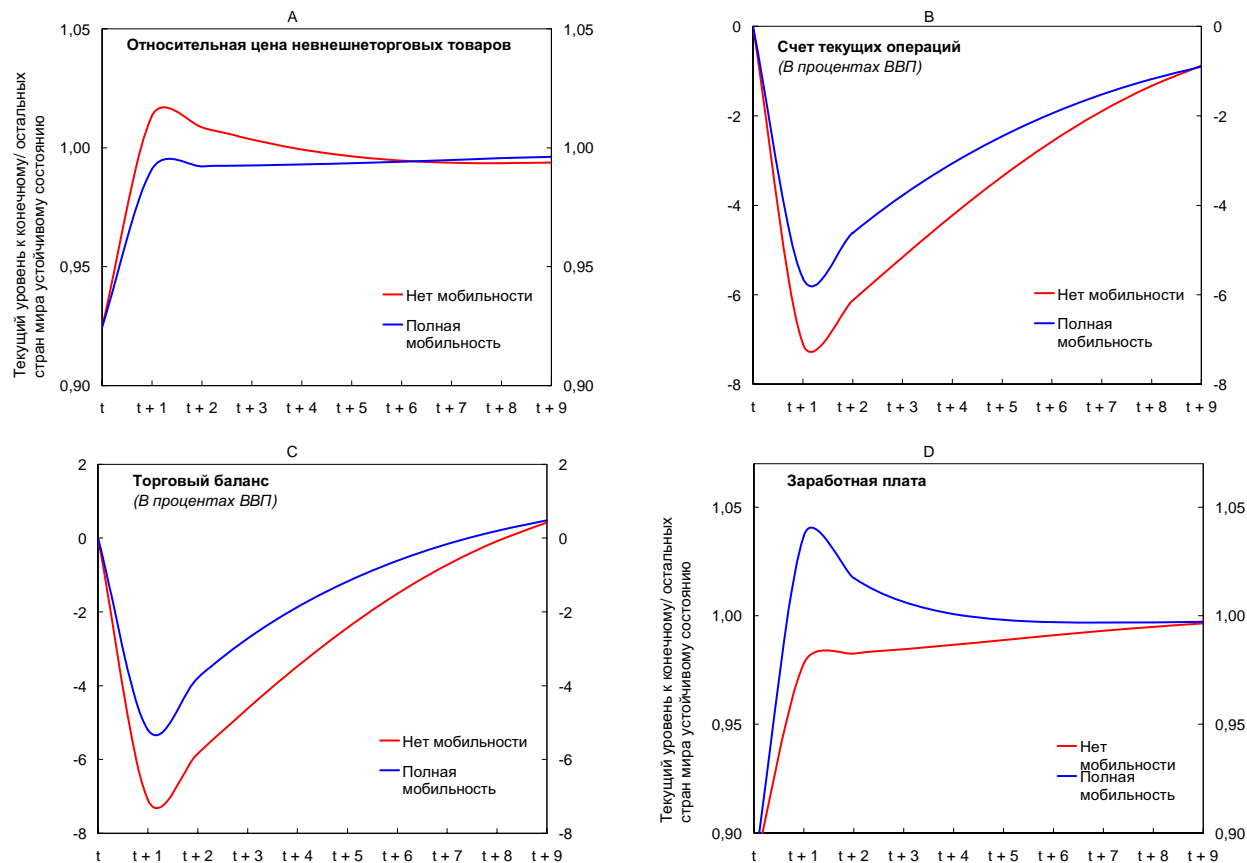
Заработная плата и денежные переводы от лиц, работающих за границей

В ходе процесса конвергенции наблюдаются следующие изменения, связанные с уровнем заработной платы.

- Более высокая внешняя мобильность может способствовать инфляции заработной платы внутри страны (рис. 37, панель «D»). Отток рабочей силы ведет к повышению предельного продукта труда внутри страны и, следовательно, к росту внутреннего уровня заработной платы. Это помогает ускорить конвергенцию уровня заработной платы с ее уровнем за границей, что снижает стимул к оказанию трудовых услуг за рубежом. Степень давления на уровень заработной платы зависит от степени нехватки рабочей силы внутри страны и ее структурных несоответствий⁵⁸.

⁵⁸Это не означает, что мобильность рабочей силы является единственным фактором давления на уровень заработной платы. Дополнительным фактором инфляции заработной платы может служить инфляционный характер макроэкономической политики.

Рисунок 37. Иммитационное моделирование изменений относительных цен, счета текущих операций, торгового баланса и уровня заработной платы



Источник: иммитационные расчеты персонала МВФ.

Примечание. Подробнее в отношении иммитационных расчетов см. работу Bems and Schellekens (готовится к печати).

- Часть прибавки к заработной плате в реальном выражении, которую работники получают, оказывая трудовые услуги за границей, теряется из-за более высокого уровня цен за рубежом. Находясь за границей, работники-мигранты могут быть вынуждены потреблять существенные объемы невнешнеторговых товаров в стране назначения. Однако иностранные невнешнеторговые товары являются более дорогостоящими, чем такие же товары в стране происхождения, ввиду отраслевых различий в производительности между странами (эффект Балаши-Самуэльсона).
- Благодаря денежным переводам от лиц, работающих за границей, бенефициарами чистой прибавки к заработной плате от работы за границей являются как рабочие-мигранты, так и члены

их семей, остающиеся в странах происхождения⁵⁹. Денежные переводы от лиц, работающих за границей, могут расходоваться на товары внутри страны, инвестироваться или использоваться для финансирования части торгового дефицита. В той мере, в какой денежные переводы от лиц, работающих за границей, подпитывают спрос на невнешнеторговые товары, их приток сказывается на росте относительных цен на невнешнеторговые товары.

⁵⁹ В модели общего равновесия, использованной в работе Bems and Schellekens (готовится к печати), допускается репрезентативное домашнее хозяйство, которое стремится к максимизации полезности, в силу чего часть членов домашнего хозяйства работает за границей и получает иностранную заработную плату.

Отток и обратный приток

Учитывая межвременной характер процесса корректировки, отток и обратный приток рабочей силы происходит по следующей общей схеме.

- Вначале происходит быстрый отток рабочей силы. Однако по мере конвергенции уровней заработной платы в странах происхождения и странах назначения стимул к отъезду из страны происхождения ослабевает и отток работников замедляется.
- Со временем поток работников может сменить свое направление (рис. 36, панель «В»), особенно если агенты ожидают неуклонно более высоких темпов роста производительности в стране происхождения⁶⁰. Данное изменение ситуации служит стимулом к извлечению выгод от более высокой заработной платы на раннем этапе, поскольку ожидается достаточно быстрая конвергенция заработной платы внутри страны.

Поскольку трансграничные работники приобретают определенные навыки и увеличивают человеческий капитал в силу своей работы за границей, возвращение таких работников также усиливает потенциал роста страны происхождения.

Задачи, стоящие перед политикой

Повышение мобильности рабочей силы раскрывает существенные преимущества на уровне отдельных лиц, но ставит ряд серьезных задач на совокупном уровне.

- С точки зрения отдельных лиц повышение мобильности раскрывает более широкие возможности. Если отток рабочей силы является результатом свободно принимаемых решений, результатом этого является повышение благосостояния отдельных лиц.

⁶⁰Обратная миграция зависит не только от характера шока производительности, но и от несовершенства мобильности факторов производства, что усиливает изменения заработной платы во время перехода к рыночной экономике. В то время как происходит отток рабочей силы, капитал не может быть немедленно сокращен до оптимального уровня. Таким образом, уровень заработной платы при переходе к рыночной экономике временно оказывается «слишком высоким», что вызывает обратную миграцию.

- Однако с точки зрения общества при этом возникают более сложные вопросы. Создают ли решения отдельных лиц экстернальные эффекты для остального общества? Как эти экстернальные эффекты распределяются между странами? В достаточной ли мере национальные директивные органы учитывают трансграничные экстернальные эффекты?

Задача директивных органов — максимально использовать выгоды от трансграничной мобильности рабочей силы, избегая в то же время волатильности путем проведения политики управления спросом и обеспечения экономического роста посредством структурных реформ⁶¹.

Управление волатильностью

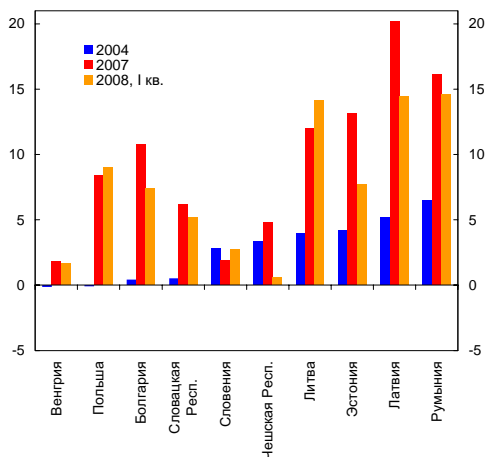
Трансграничные потоки рабочей силы неоднократно — и, как будет показано, часто ошибочно — увязывались с перегревом и последующим охлаждением экономики (циклом деловой активности). Возможно, это не удивительно, если учитывать темпы инфляции заработной платы, в недавнем прошлом наблюдавшиеся в некоторых странах, а также предположительный резкий рост денежных переводов от лиц, работающих за границей, которые стимулируют внутренний спрос.

Симптомы перегрева . . .

На первых этапах перехода к рынку отток рабочей силы происходил в контексте крупной безработицы и неполной занятости. Однако позднее внутренние рынки труда начали испытывать определенное ужесточение условий, которое привело к повышению уровня заработной платы (рис. 38), хотя в последнее время условия на рынках стали несколько ослабевать. На это также указывают и коэффициенты вакантных рабочих мест, которые устойчиво росли (рис. 39), хотя в Эстонии и Латвии они недавно начали падать. В определенных сегментах рынка труда возник дефицит, в том числе в строительной отрасли и сфере услуг, где рост спроса на рабочую силу был особенно динамичным. При ужесточении условий на рынках труда любое увеличение предложения труда, связанное с трансграничной мобильностью, более четко отражается в уровне заработной платы.

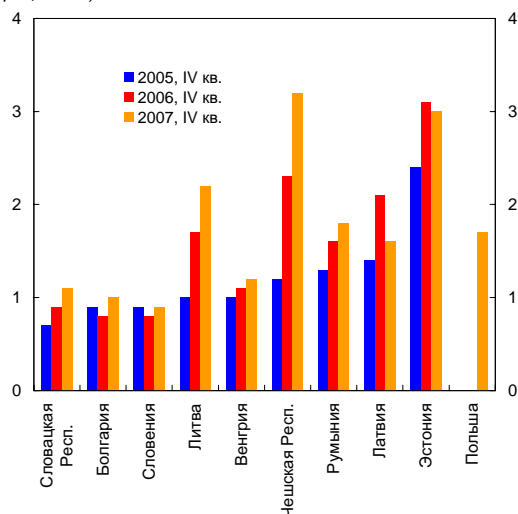
⁶¹Другие задачи, вытекающие из влияния трансграничной мобильности рабочей силы на распределение ресурсов, выходят за рамки обсуждения в данной главе.

Рисунок 38. Новые государства-члены: изменения уровня реальной заработной платы, 2004 год–I квартал 2008 года
(В процентах)



Источники: Евростат и расчеты персонала МВФ.
Примечание. Средние квартальные темпы роста в годовом исчислении, дефлированные по индексу потребительских цен.

Рисунок 39. Новые государства-члены: коэффициенты вакантных рабочих мест, 2005–2007 годы
(В процентах)



Источники: Евростат и расчеты персонала МВФ.
Примечание. Коэффициент вакантных рабочих мест определяется как отношение всех незанятых рабочих мест к сумме занятых рабочих мест и вакантных рабочих мест.

С трансграничным оттоком рабочей силы связан приток денежных переводов от лиц, работающих за границей. Денежные переводы поддерживают внутреннюю экономическую активность, и, если эта активность ведет к увеличению спроса на внутренние товары, переводы могут напрямую способствовать инфляции цен и заработной платы посредством механизма «акселератора денежных переводов». Помимо поддержки потребления до-

машними хозяйствами и семьями, денежные переводы могут во все большей степени носить инвестиционный характер. Денежные средства, переводимые трансграничными работниками, могут инвестироваться в отечественные акции и недвижимость, усиливая таким образом существующее давление на цены на эти активы и подогревая общий спрос в результате эффекта благосостояния.

... или обычное положение дел?

Прежде чем попытаться оценить роль мобильности рабочей силы в перегреве экономики, представляется целесообразным определить относительное значение рабочей силы и капитала в процессе конвергенции (вставка 14). В большинстве стран сочетание предполагаемого роста производительности и стремления сгладить колебания потребления, как представляется, являлось более важной движущей силой, чем отток рабочей силы. Этот вывод также подкрепляется тем фактом, что даже в тех случаях, когда имел место отток рабочей силы, приток капитала сохранялся, что не происходило бы, если бы доминирующим фактором являлся чистый отток рабочей силы⁶². Таким образом, если в процессе конвергенции рабочая сила играет более ограниченную роль, чем капитал, можно смело предположить, что роль рабочей силы в перегреве экономики также является более ограниченной.

Роль, которую играет мобильность рабочей силы, и ее вклад в инфляцию заработной платы и поддержание спроса (например, посредством денежных переводов от лиц, работающих за границей) не следует рассматривать как вызывающие собственно перегрев экономики.

- Определенная степень инфляции заработной платы на внутренних рынках рабочей силы является естественной и оптимальной характеристикой конвергенции, когда происходит передвижение рабочей силы через границы⁶³.

⁶²Если происходит отток рабочей силы, критерии оптимальности требуют, чтобы основной капитал демонтировался, так как на остающуюся рабочую силу приходится слишком большой капитал.

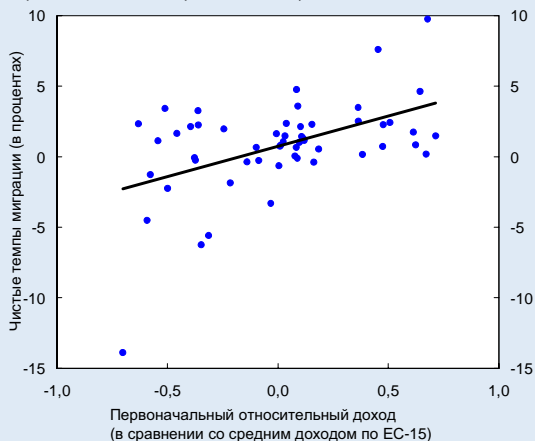
⁶³При наличии определенного сочетания рабочего/свободного времени занятость может возрастать в годы сильного роста экономики, что будет снимать часть давления на заработную плату.

Вставка 14. Миграция и экономическая конвергенция в НГЧ

Многие НГЧ обеспокоены экономическими и социальными последствиями эмиграции. Хотя официальная статистика является неполной, в некоторых из этих стран численность населения заметно уменьшается, что связано как со снижением темпов рождаемости, так и эмиграцией. Кроме того, последние обследования показывают, что *потенциальная* миграция может быть существенной, особенно при ослаблении миграционной политики, которое должно быть проведено странами-членами Европейского союза (ЕС) к концу 2010 года.

В то же время следует признать, что приток рабочей силы, наравне с притоком капитала, является составным элементом процесса развития. Модели роста предсказывают, что страны с относительно низким отношением капитала к рабочей силе будут привлекать капитал, так как норма прибыли на капитал является сравнительно высокой. Эти модели также предсказывают, что рабочая сила будет мигрировать за границу, где производительность труда и уровень заработной платы выше. Процесс конвергенции для конкретной страны будет зависеть, в числе прочих факторов, от того, насколько рабочая сила и капитал являются мобильными между странами, а также от степени взаимозаменяемости капитала и рабочей силы.

Страны ЕС-15: чистые темпы миграции и первоначальный относительный доход, 1960-2000 годы
(В процентах от всей рабочей силы)



Источник: Евростат и расчеты персонала МВФ.

Новые государства-члены: относительный доход и чистые темпы миграции, 1995–2007 годы
(В среднем за год в процентах)

	Средний доход, 1995 год (Относительно ЕС-15)	Чистые темпы миграции, 1995–2007 годы 1/	
		Фактические	Прогнозные
Литва	-0,71	-1,9	-2,3
Латвия	-0,65	-3,7	-2,0
Эстония	-0,65	-2,3	-2,0
Польша	-0,58	-1,2	-1,8
Словацкая Республика	-0,52	0,1	-1,5
Венгрия	-0,47	1,5	-1,3
Словения	-0,30	1,7	-0,5
Чешская Республика	-0,28	1,7	-0,5

Источники: Евростат и расчеты персонала МВФ.
1/ На 1000 жителей.

Примечание. Основным автором этой вставки является Аллен Бруннер. Она основана на его работе, которая готовится к печати.

...продолжение

Вставка 14 (окончание)

В этой связи особо важными представляются два вопроса.

- *Является ли уровень миграции в НГЧ необычным?* Чистые темпы миграции и разница в доходах в странах ЕС-15 в период 1960–2000 годов показывают, что миграция среди стран ЕС-15 была высоко восприимчивой к экономическим стимулам (см. рис.). Это оценочное отношение достаточно успешно объясняет последние миграционные тенденции в НГЧ, хотя отток населения происходит в страны, как не входящие, так и входящие в группу ЕС-15 (первая таблица). Фактические темпы чистой миграции обычно оказываются ниже, чем прогнозируемые темпы, в странах с более низкими доходами, а также обычно оказываются выше в странах с уровнем дохода, близким к его уровню в ЕС-15.
- *Насколько важной является миграция рабочей силы для процесса конвергенции?* Отношение капитала к занятости быстро улучшилось во всех НГЧ, в особенности в тех, которые имели изначально низкое соотношение (вторая таблица). Однако это улучшение было в основном вызвано накоплением капитала, а не оттоком населения, что позволяет предположить, что рабочая сила является относительно немобильной в сравнении с капиталом.

Новые государства-члены: изменение отношения капитала к численности работников, 1995–2006 годы 1/
(В постоянных долларах США)

	Отношение капитала к численности работников		Среднегодовое изменение в процентах		
	1995	2006	K/E	K	E
Литва	10 017	28 480	16,8	14,3	-0,9
Латвия	11 036	23 433	10,2	8,6	-0,8
Эстония	13 158	35 186	15,2	14,6	-0,2
Словацкая Республика	15 856	31 537	9,0	10,5	0,8
Польша	17 011	31 460	7,7	7,4	-0,2
Венгрия	22 714	39 057	6,5	7,1	0,3
Чешская Республика	22 879	44 389	8,5	8,2	-0,2
Словения	44 390	68 067	4,8	6,2	0,9

Источники: World Bank, Social Development Indicators database;
МВФ, «Перспективы развития мировой экономики» и расчеты персонала МВФ.
1/ K означает капитал, E — количество работников.

- Денежные переводы от лиц, работающих за границей, позволяют домашним хозяйствам выбирать из более широкого круга возможных вариантов потребления и инвестиций и, таким образом, служат важным механизмом, посредством которого трансграничная мобильность рабочей силы ведет к повышению благосостояния⁶⁴.
- Благодаря мобильности рабочей силы могут смягчаться колебания, наблюдаемые во внутренней экономике. В результате оттока рабочей силы часть спроса на невнешнеторговые товары «экспортируется», что уменьшает давление на ограниченные внутренние ресурсы. В результате этого рост цен на невнешнеторговые товары и ухудшение состояния счета текущих операций оказываются не столь сильными (рис. 37, панели «А» и «В»).

⁶⁴В работе Kaczmarczyk and Okólski (2008) приводятся данные о том, что большая часть расходов сезонных мигрантов, работавших в Германии в 1998–2000 годах, относилась к категории текущего потребления.

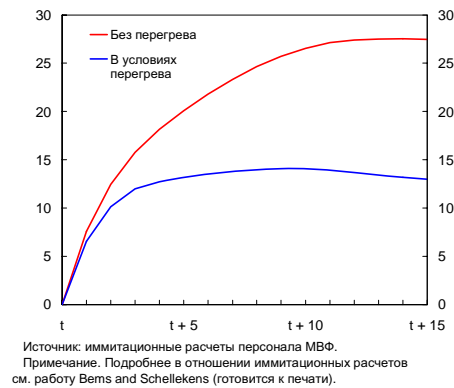
Мобильность рабочей силы как смягчающий фактор

Мобильности рабочей силы реагирует на давление, создаваемое в результате перегрева экономики: отток рабочей силы ослабевает при перегреве экономики, благодаря чему уменьшается влияние на инфляцию заработной платы со стороны рабочей силы.

- Допустим, что причиной перегрева экономики служит чрезмерно оптимистичная оценка будущего изменения производительности, в результате чего текущее потребление и инвестиции растут в ожидании будущего перманентного повышения доходов, которое, вероятно, не материализуется⁶⁵. Воздействуя на относительный уровень заработной платы и цен, перегрев экономики может существенно влиять на стимул к оказанию трудовых услуг за границей.
- В сравнении с экономикой, которая не находится в состоянии перегрева (то есть с экономикой, ожидания в которой, продолжая приведенный пример, являются приблизительно верными), отток рабочей силы из страны с перегревом экономики будет меньшим, так как местные экономические условия будут восприниматься как более благоприятные (рис. 40). Таким образом, сопоставление с идеальным вариантом отсутствия перегрева в экономике показывает, что мобильность рабочей силы играет меньшую роль в инфляции заработной платы, чем базовые причины перегрева.

Мобильность рабочей силы также реагирует на значительное охлаждение активности или спад в рамках цикла деловой активности. В то время как большинство стран продолжает испытывать сильный экономический рост, экономические условия в некоторых странах, особенно в тех, которые ранее были подвержены давлению в результате перегрева экономики, начинают переходить в фазу понижения или уже находятся в ней. При международной открытости рынков рабочей силы существует беспокойство тем, что замедление роста приведет к дополнительному оттоку рабочей силы, а также уменьшению ее притока из-за границы (включая сокращение стимулов к обрат-

Рисунок 40. Изменение численности иностранной рабочей силы в условиях перегрева экономики и без перегрева экономики (иммитационное моделирование) (В процентах от всей рабочей силы)



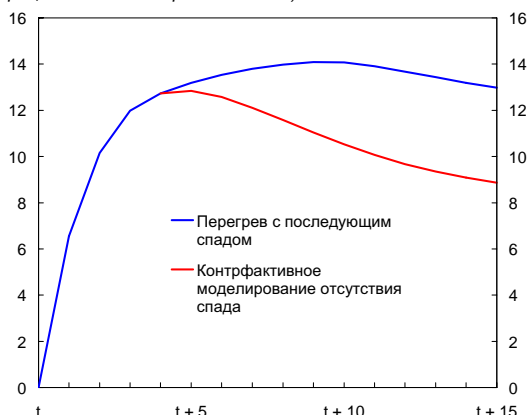
ному притоку). Эта обеспокоенность является особенно правильной, когда отставание от уровня заработной платы в странах назначения не было достаточно сокращено.

Имитационные расчеты в модели указывают на следующий механизм (рис. 41). Учитывая ожидания относительно будущего роста производительности, часть рабочей силы покидает страну на начальном периоде. Если эти ожидания являются верными (строка рисунка 41 «контрфактивное моделирование отсутствия спада»), численность иностранной рабочей силы за границей начинает по прошествии нескольких периодов уменьшаться, что отражает обратный приток рабочей силы. Однако, если первоначальные радужные ожидания оказываются неверными («перегрев с последующим спадом»), численность иностранной рабочей силы может в действительности продолжать расти и позднее достичь своего максимального уровня.

Масштабы оттока рабочей силы после спада, безусловно, также зависят от того, происходит ли аналогичный спад в принимающей стране. Действительно, если условия одновременно ухудшаются в принимающей стране и стране, «отправляющей» рабочую силу, угроза дополнительного оттока может быть меньшей. Кроме того, региональные шоки могут включать миграционные потоки в обоих направлениях. Например, шок в определенном секторе в одном регионе может вызвать приток высококвалифицированных работников из других регионов, создавая также отток низкоквалифицированных работников.

⁶⁵ Перегрев экономики может также быть результатом неправильного сочетания мер политики.

Рисунок 41. Влияние спада деловой активности на числе (Имитационное моделирование)
(В процентах от всей рабочей силы)



Источник: имитационные расчеты персонала МВФ.
Примечание. Подробнее в отношении имитационных расчетов см. работу Vems and Schellekens (готовится к печати).

Меры политики управления спросом

Каковы последствия вышеуказанного для формирования политики управления спросом?

- Что касается случаев перегрева экономики, то основные последствия для политики заключаются в том, что необходимо устранять непосредственно источники перегрева, учитывая, что значительная часть давления на уровень заработной платы, вызванного мобильностью рабочей силы, отражает естественную конвергенцию, а не перегрев. Попытки напрямую ограничить мобильность рабочей силы или компенсировать вызванное ею повышательное давление на уровень заработной платы посредством мер политики управления спросом могут повредить общему процессу конвергенции экономики и, таким образом, благосостоянию отдельных лиц и общества.
- В то же время, в том что касается управления спросом, при перегреве экономики может встать ряд вторичных задач, и их необходимо будет решать таким образом, чтобы сохранить те выгоды, которые раскрывает мобильность рабочей силы. Например, как было отмечено, инфляция заработной платы может быть естественным следствием мобильности рабочей силы. Хотя эти инфляционные последствия являются оптимальными, разработчики политики должны будут тщательно подобрать такое сочетание мер политики управления спросом, чтобы давление на заработную плату не привело к самоподпитывающейся спирали роста заработной платы и цен.

- Разработчики политики должны будут также контролировать вторичные эффекты, с тем чтобы рост заработной платы не подрывал конкурентоспособности. Даже в тех случаях, когда характеристики местного рынка труда, такие как низкая степень охвата работников профсоюзами и высокая гибкость внутреннего рынка труда, позволяют предположить, что рост заработной платы можно удерживать в пределах роста производительности, угроза эмиграции ограничивает возможности для этого. Определяя ответные меры политики, ее разработчики должны будут тщательно следить за изменениями заработной платы и найти разумный компромисс между сохранением конкурентоспособности и естественным ростом заработной платы в соответствии с тем, что является оптимальным.

Обеспечение экономического роста

Для того чтобы страны смогли не только успешно переориентировать свою экономику в сторону внешнеторгового сектора, но и более эффективно использовать ресурсы, необходимо решить ряд задач, связанных с поддержанием конкурентоспособности и динамизма экономики НГЧ.

Мобилизация предложения труда и занятость

Начиная с 2000 года в большинстве НГЧ было достигнуто существенное повышение эффективности рынка труда. Конвергенция привела к резкому повышению темпов создания новых рабочих мест (рис. 42). В результате этого средний уровень занятости в НГЧ возрос почти на 5 процентных пунктов, хотя степень повышения занятости различна в разных странах. Аналогичным образом, улучшились показатели безработицы (рис. 43), которая снизилась с приблизительно 12 процентов в начале 2000-х годов до 7 процентов в последние несколько лет. Показатели застойной безработицы также улучшились во многих странах.

Несмотря на эти улучшения, в большинстве НГЧ сохраняются возможности для повышения мобилизации и более эффективного использования трудовых ресурсов. Хотя средний уровень занятости увеличился в большинстве стран, во всех из них он остается ниже Лиссабонского целевого показателя в 70 процентов. Средний коэффициент занятости в 2007 году составлял 63 процента, в то время как в нескольких странах (Польша, Венгрия и Румыния) он оставался ниже 60 процентов. Кроме того, в ряде стран сохраняется высокий уровень безработицы

(в особенности в Словацкой Республике и Польше, а также в Болгарии и Венгрии).

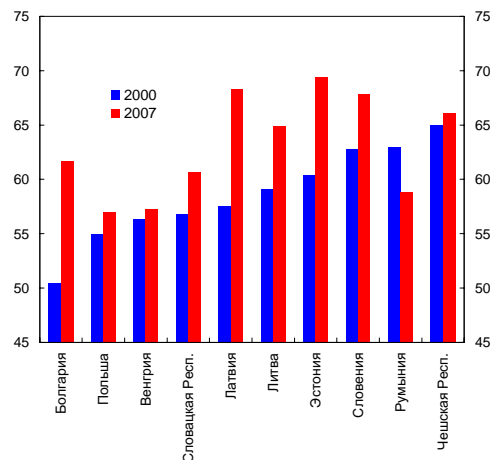
Повышение коэффициента участия населения в рабочей силе позволит ослабить давление на рабочую силу, создаваемое естественными демографическими процессами и чистой миграцией, так как оба эти фактора ведут к уменьшению населения трудоспособного возраста. Как указывается в работе Kaszmarczyk and Okólski (2008), изменения коэффициента участия населения в рабочей силе могут играть более важную роль, чем чисто демографические изменения в результате естественного роста населения и чистой миграции. НГЧ важно повысить коэффициент участия населения, с тем чтобы они могли успешно решать стоящие перед ними задачи.

Ряд факторов может затруднять мобилизацию предложения труда и повышение уровня занятости.

- Перегрев может подрывать конкурентоспособность отраслей, производящих внешнеторговые товары, приводя к закрытию предприятий; если восстановление отраслей требует больших расходов, завершение этапа переориентации может быть затруднено.
- Решение задач на этапе переориентации также затрудняется, если предложение труда ограничено, а профессиональная структура рабочей силы ухудшилась в результате направления ресурсов в сектор невнешнеторговых товаров.
- Внешний долг необходимо будет обслуживать при меньшей поддержке со стороны рабочей силы (если предположить, что большая часть внешнего долга остается в стране, в то время как рабочая сила мигрирует).

Процесс конвергенции доходов ускорится, если разработчики политики принимают меры для повышения коэффициента участия населения в рабочей силе и уровня занятости. Более высокий коэффициент участия населения и более низкая структурная безработица могут достигаться посредством более адресных активных мер политики в отношении рынка труда, менее жесткого регулирования найма и увольнения работников и улучшения системы налоговых стимулов.

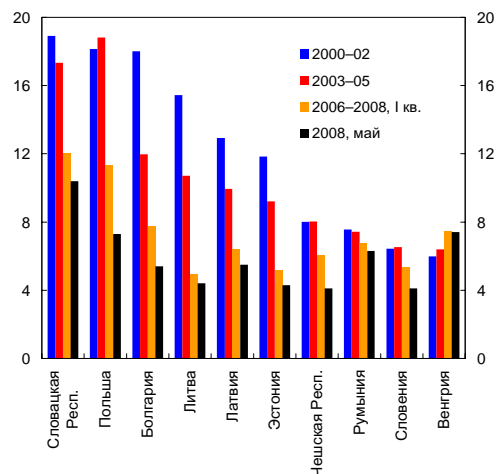
Рисунок 42. Новые государства-члены: уровень занятости, 2000–2007 годы
(В процентах)



Источники: Евростат и расчеты персонала МВФ.

Примечание. Коэффициент занятости определяется как отношение числа занятых лиц в возрасте от 15 до 64 лет к общей численности населения той же возрастной группы. Значения для Чешской Республики и Румынии основаны на прогнозах.

Рисунок 43. Новые государства-члены: уровень безработицы, 2000–2008 годы
(В процентах)



Источники: Евростат и расчеты персонала МВФ.

Примечание. Показатель относится к среднему гармонизированному месячному коэффициенту безработицы за указанные периоды. Последнее наблюдение по Румынии относится к марту 2008 года.

Уменьшение структурных несоответствий на рынке труда

В ряде стран особенно заметным был отток молодых и относительно низкоквалифицированных работников. Это привело к снижению степени рассредоточения заработной платы по уровням образования. Например, в Эстонии чистая заработная плата лиц с высшим образованием в 1997 году была на 93 процента выше, чем заработная плата лиц, имеющих только начальное образование, но к 2006 году эта разница сократилась до 32 процентов⁶⁶.

В странах, в которых структурные несоответствия возникли вследствие изменения состава валового оттока и валового притока, эти несоответствия необходимо будет устранить. Аналогичные несоответствия могут возникать во многих странах в результате старения населения. Эти проблемы услож-

няют переориентацию экономики на развитие конкурентоспособного экспортного сектора, обеспечивающего высокую добавленную стоимость.

Для преодоления несоответствий следует рассмотреть возможность дополнительного ослабления иммиграционной политики, допустив более крупный приток из стран, не являющихся членами ЕС⁶⁷. Кроме того, страны могли бы инвестировать средства в обратную миграцию, с тем чтобы вернуть в страну эмигрантов, которые за время работы за границей приобрели ценные навыки. Например, некоторые страны приняли инициативы, направленные на то, чтобы побудить проживающих за границей граждан к «обратной миграции», с тем чтобы сократить несоответствия внутри страны⁶⁸. Разработчики политики могли бы также рассмотреть возможность инвестирования дополнительных средств в образование, в том числе высшее образование.

⁶⁶Statistics Estonia, *Labor Force Surveys*.

⁶⁷Однако эти страны, не являющиеся членами ЕС, могут в скором времени столкнуться с аналогичными проблемами нехватки рабочей силы.

⁶⁸Например, Румыния приняла инициативы, призванные убедить румынских строительных работников вернуться в страну и занять вакантные рабочие места.

Литература

- Adjaouté, Kpate, and Jean-Pierre Danthine, 2004, “Portfolio Diversification: Alive and Well in Euroland!” *Applied Financial Economics*, Vol. 14 (November), pp. 1225–31.
- Ball, Laurence, and N. Gregory Mankiw, 1995, “Relative-Price Changes as Aggregate Supply Shocks,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 110 (February), pp. 161–93.
- Bank for International Settlements, 2004, “Housing Finance in the Global Financial Market,” *CGFS Papers*, No. 26 (Basel: Committee on the Global Financial System).
- , 2004, *Quarterly Review* (Basel, March).
- , 2008, *78th Annual Report* (Basel, June).
- Bank of England, 2008, *Financial Stability Report*, No. 23 (London, April).
- Barro, Robert, and Xavier Sala-i-Martin, 2004, *Economic Growth* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press, 2nd ed.).
- Bebee, Jared, and Ben Hunt, 2008, “The Impact on the United States of the Rise in Energy Prices: Does the Source of the Energy Market Imbalance Matter?” *IMF Staff Papers*, Vol. 55, No. 2, pp. 285–96.
- Bekaert, Geert, Campbell R. Harvey, and Christian Lundblad, 2005, “Does Financial Liberalization Spur Growth?” *Journal of Financial Economics*, Vol. 77 (July), pp. 3–55.
- Bems, Rudolfs, and Philip Schellekens, 2007, “Finance and Convergence: What’s Ahead for Emerging Europe?” IMF Working Paper 07/244 (Washington: International Monetary Fund).
- , forthcoming, “Macroeconomics of Migration in New Member States,” IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Bernanke, Ben, and Mark Gertler, 1989, “Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations,” *American Economic Review*, Vol. 79 (March), pp. 14–31.
- , and Simon Gilchrist, 1999, “The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework,” in *Handbook of Macroeconomics*, Vol. 1C, ed. by John Taylor and Michael Woodford (Amsterdam: North-Holland), pp. 1341–93.
- Blanchard, J. Olivier, and Jordi Gali, 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).
- Brückner, Herbert, 2007, “Labor Mobility After the European Union’s Eastern Enlargement: Who Wins, Who Loses?” German Marshall Fund Paper Series (Washington: German Marshall Fund). Available via the Internet: www.gmfus.org/doc/307_LaborMobility.pdf.
- Brunner, A., forthcoming, “Migration and Economic Convergence in New Member States: Theoretical, Empirical, and Historical Perspectives” IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Budnik, Katarzyna, 2007, “Migration Flows and Labour Market in Poland,” Working Paper No. 44 (Warsaw: National Bank of Poland).
- Calza, Alessandro, Tommaso Monacelli, and Livio Stracca, 2007, “Mortgage Markets, Collateral Constraints, and Monetary Policy: Do Institutional Factors Matter?” CEPR Discussion Paper No. 6231 (London: Centre for Economic Policy Research).

- Caruana, Jaime, and Aditya Narain, 2008, "Banking on More Capital," *Finance & Development*, Vol. 45 (June), pp. 24–28.
- Catte, Pietro, Nathalie Girouard, Robert Price, and Christophe André, 2004, "Housing Markets, Wealth and the Business Cycle," OECD Economics Department Working Paper No. 394 (Paris: Organization for Economic Cooperation and Development).
- Čihák, Martin, and P. Koeva Brooks, forthcoming, "From Subprime Crisis to Subprime Growth," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Čihák, Martin, and Li L. Ong, 2007, "Estimating Spillover Risk Among Large EU Banks," IMF Working Paper 07/267 (Washington: International Monetary Fund).
- Decressin, Jörg, Hamid Faruquee, and Wim Fonteyne, 2007, *Integrating Europe's Financial Markets* (Washington: International Monetary Fund).
- Dees, Stephane, Filippo di Mauro, L. Vanessa Smith, and M. Hashem Pesaran, 2007, "Exploring the International Linkages of the Euro Area: A Global VAR Analysis," *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 22 (January/February), pp. 1–38.
- De Nicolò, Gianni, and Iryna Ivaschenko, 2008, "Financial Integration and Risk-Adjusted Growth Opportunities," IMF Working Paper 08/126 (Washington: International Monetary Fund).
- Elekdag, Selim, René Lalonde, Douglas Laxton, Dirk Muir, and Paolo Pesenti, 2008, "Oil Price Movements and the Global Economy: A Model-Based Assessment," *IMF Staff Papers*, Vol. 55, No. 2, pp. 297–311.
- European Central Bank, 2003, "Structural Factors in the EU Housing Markets" (Frankfurt, March).
- , 2008a, *Monthly Bulletin* (Frankfurt, May).
- , 2008b, *Financial Stability Review* (Frankfurt, June).
- , 2008c, *Governing Council press conference* (Frankfurt, July 3, 2008). Available via the Internet: <http://www.ecb.int/press/pressconf/2008/html/is080703.en.html>.
- European Commission, 2008, "High Prices on Agricultural Commodity Markets: Situation and Prospects," Working Document (Brussels: Directorate-General for Agriculture and Rural Development).
- European Mortgage Federation, 2006a, *Study on the Cost of Housing in Europe* (Brussels).
- , 2006b, "A Review of Europe's Mortgage and Housing Markets," *Hypostat* (Brussels).
- Fabrizio, Stefania, Deniz Igan, and Ashoka Mody, 2007, "The Dynamics of Product Quality and International Competitiveness," IMF Working Paper 07/97 (Washington: International Monetary Fund).
- Galesi, A., and S. Sgherri, forthcoming, "Regional Financial Spillovers Across Europe," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Goodhart, Charles, and Avinash Persaud, 2008, "How to Avoid the Next Crash," *Financial Times*, January 30.
- Gruss, B., and S. Sgherri, forthcoming, "The Volatility Costs of Procyclical Lending Standards: An Assessment Using a DSGE Model," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Hilbers, Paul, Alexander Hoffmaister, Angana Banerji, and Haiyan Shi, 2008, "House Price Developments in Europe: A Comparison," IMF Working Paper 08/211 (Washington: International Monetary Fund).
- Hunt, Benjamin, 2006, "Oil Price Shocks and the U.S. Stagflation of the 1970s: Some Insights from GEM," *Energy Journal*, Vol. 27 (October), pp. 61–80.

- Iara, A., 2008, "East-West European Migration: Labour Mobility in the EU-27," paper presented at the Vienna Institute for International Economic Studies, Spring Seminar, Vienna, March 28.
- International Monetary Fund (IMF), 2007, *Euro Area Policies: 2007 Article IV Consultation—Staff Report*, IMF Country Report No. 07/260 (Washington: International Monetary Fund).
- , 2008a, *World Economic Outlook*, (Washington, October).
- , 2008b, *Global Financial Stability Report*, (Washington, October).
- , 2008c, *Regional Economic Outlook: Europe*, (Washington, April).
- , 2008d, *Euro Area Policies: 2008 Article IV Consultation*, IMF Country Report No. 08/262 (Washington: International Monetary Fund).
- , 2008e, "Food and Fuel Prices—Recent Developments, Macroeconomic Impact, and Policy Responses" (Washington: June). Available via the Internet: www.imf.org/external/np/pp/eng/2008/063008.pdf
- , 2008f, *World Economic Outlook*, (Washington, April).
- Jiménez, Gabriel, and Jesús Saurina, 2006, "Credit Cycles, Credit Risk, and Prudential Regulation," *International Journal of Central Banking*, Vol. 2 (June), pp. 65–98.
- Jokipii, Terhi, and Alistair Milne, 2006, "The Cyclical Behaviour of European Bank Capital Buffers," Bank of Finland Discussion Paper No. 17/2006 (Helsinki: Bank of Finland).
- Kaczmarczyk, Pawel, and Marek Okólski, 2008, "Economic Impacts of Migration on Poland and the Baltic States," Fafo Paper No. 2008:01 (Oslo: Fafo Institute for Labour and Social Research). Available via the Internet: www.faf.no/pub/rapp/10045/index.html.
- Kalemli-Ozcan, Sebnem, Bent E. Sorensen, and Oved Yosha, 2004, "Asymmetric Shocks and Risk Sharing in a Monetary Union: Updated Evidence and Policy Implications for Europe," CEPR Discussion Paper No. 4463 (London: Centre for Economic Policy Research).
- Kiyotaki, Nobuhiro, and John Moore, 1997, "Credit Cycles," *Journal of Political Economy*, Vol. 105 (April), pp. 211–48.
- 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, September).
- Laxton, Douglas, and Paolo Pesenti, 2003, "Monetary Rules for Small, Open, Emerging Economies," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 50 (July), pp. 1109–46.
- Lee, Jaewoo, Gian Maria Milesi-Ferretti, Jonathan D. Ostry, Alessandro Prati, and Luca A. Ricci, 2008, *Exchange Rate Assessments: CGER Methodologies*, IMF Occasional Paper No. 261 (Washington: International Monetary Fund).
- Lombardi, M. J., and S. Sgherri, forthcoming, "A Global Repricing of Risk or New Episodes of Financial Contagion?" IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Mendoza, Enrique G., 2006, "Lessons from the Debt-Deflation Theory of Sudden Stops," *American Economic Review, Papers and Proceedings*, Vol. 96 (May), pp. 411–16.
- Miles, David, and Vladimir Pillionca, 2008, "Financial Innovation and European Housing and Mortgage Markets," *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 24 (Spring), pp. 145–75.
- Minsky, Hyman P., 1992, "The Financial Instability Hypothesis," Jerome Levy Economics Institute Working Paper No. 74 (Annandale-on-Hudson, New York: Bard College).

- Organization for Economic Cooperation and Development (OECD), 2007, *International Migration Outlook, Annual Report* (Paris).
- Pesaran, M.H., T. Schuermann, and S.M. Weiner, 2004, "Modeling Regional Interdependencies Using a Global Error-Correcting Macroeconometric Model," *Journal of Business and Economic Statistics*, Vol. 22 (April), pp. 129–62.
- Repullo, Rafael, and Javier Suarez, 2008, "The Procyclical Effects of Basel II," CEPR Discussion Paper No. 6862 (London: Centre for Economic Policy Research).
- Riksbank, 2008, *Financial Stability Report 2008:1* (Stockholm, June).
- Saurina, Jesús, and Carlos Trucharte, 2007, "An Assessment of Basel II Procyclicality in Mortgage Portfolios," *Journal of Financial Services Research*, Vol. 32 (October), pp. 81–101.
- Schreiner, Josef, 2008, "Labor Markets in Central, Eastern and Southeastern European EU Member States: General Trends and Migration Effects," *Focus on European Economic Integration 01/08* (Vienna: Oesterreichische Nationalbank).
- Sims, Christopher A., 2003, "Implications of Rational Inattention," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 50 (April), pp. 665–90.
- Statistics Estonia, various years, *Labor Force Survey* (Tallinn).
- Stavrev, E., 2006, "Measures of Underlying Inflation in the Euro Area: Assessment and Role for Informing Monetary Policy," IMF Working Paper 06/197 (Washington: International Monetary Fund).
- Swiston, Andrew, 2008, "A U.S. Financial Conditions Index: Putting Credit Where Credit Is Due," IMF Working Paper 08/161 (Washington: International Monetary Fund).
- Taylor, Ashley, and Charles Goodhart, 2006, "Procyclicality and Volatility in the Financial System: The Implementation of Basel II and IAS 39," in *Procyclicality of Financial Systems in Asia*, ed. by Stefan Gerlach and Paul Gruenwald (Houndsmill, Basingstoke, United Kingdom: Palgrave Macmillan).
- World Bank, 2006, *World Bank EU8 Quarterly Economic Report* (Washington, September).
- Yontcheva, B., C. Abdallah, and R. Luzio, forthcoming, "The Commodity Drum: Inflation and Commodity Price Shocks in Advanced Europe," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).
- Zoli, Edda, forthcoming, "The Impact of Commodity Price Shocks on Inflation in Emerging Europe," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).



Regional Economic Outlook
Europe, October 2008 (Russian)

