

*После глубокой глобальной рецессии темпы экономического роста вышли на положительный уровень, поскольку широкомасштабное государственное вмешательство обеспечило поддержку спроса и снизило неопределенность и системный риск на финансовых рынках. Ожидается, что подъем будет проходить медленно, так как финансовые системы все еще ослаблены, поддерживающие меры государственной политики должны быть постепенно прекращены, а домашние хозяйства в странах, пострадавших от падения цен на активы, будут продолжать восстанавливать уровни сбережений, переживая при этом трудности, связанные с высоким уровнем безработицы. Основными требованиями в области политики остаются оздоровление финансового сектора наряду с продолжением поддерживающих мер макроэкономической политики, пока подъем не будет поставлен на прочную основу. Вместе с тем, директивным органам необходимо начать подготовку к упорядоченному сокращению необычно высоких уровней государственного вмешательства.*

## **Глобальная рецессия заканчивается, но подъем будет медленным**

В мировой экономике, как представляется, возобновился рост, которому способствуют высокие экономические показатели стран Азии и стабилизация или небольшой подъем в других регионах. В странах с развитой экономикой беспрецедентные государственные интервенции привели к стабилизации экономической активности, а в ряде стран даже способствовали возврату к небольшому положительному росту. Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны в целом больше продвинулись в достижении подъема; ведущую роль в этом сыграла активизация роста в странах Азии. Повысившиеся за последний период цены на биржевые товары и принятие поддерживающих мер политики благотворно сказываются на экономике многих из этих стран. Многие страны Европы с формирующимся рынком и Содружества Независимых Государств особенно пострадали от кризиса, и развитие ситуации в этих странах в целом отстает от других стран.

Подъем все еще проходит медленно, и активность остается намного ниже докризисных уров-

ней. Основными факторами улучшения экономической ситуации являются оживление в обрабатывающей промышленности и поворот цикла накопления запасов; при этом наблюдаются некоторые признаки постепенной стабилизации розничной торговли, восстановления потребительской уверенности и укрепления рынков жилья. Ввиду улучшения перспектив вновь повысились цены на биржевые товары по сравнению с низкими уровнями, имевшими место ранее в этом году, и объем мировой торговли начинает расти.

Импульсом для этого оживления стали действенные меры государственной политики, принятые в странах с развитой экономикой и многих странах с формирующимся рынком, которые обеспечили поддержку спроса и практически развеяли опасения глобальной депрессии. Эти опасения были одной из причин самого резкого спада мировой активности и торговли со Второй мировой войны. Центральные банки быстро отреагировали на это исключительно большими снижениями процентных ставок, а также принятием нетрадиционных мер по обеспечению ликвидности и поддержанию уровней кредита. Правительства приступили к проведению крупномасштабных программ бюджетных стимулов, одновременно поддерживая банки путем предоставления гарантий и вливания капитала. В совокупности эти меры позволили уменьшить неопределенность и укрепить доверие, способствуя улучшению финансовых условий, о чем свидетельствуют существенное оживление на многих рынках и преодоление спада международных потоков капитала. Вместе с тем, для заемщиков более низкого уровня условия остаются очень сложными. В более общем плане, как подчеркивается в октябрьском выпуске «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности» (ДГФС) 2009 года, рынки серьезно обеспокоены риском нового ухудшения ситуации, и ряд показателей финансового стресса остаются повышенными.

В дальнейшем факторы экономической политики, стимулирующие текущее оживление, постепенно пойдут на спад, а силы реального и финансового секторов все еще слабы, хотя и постепенно крепнут. В частности, масштабы бюджетного стимула со временем уменьшатся, и фактор восстановления запасов постепенно утратит свое влияние. Между тем,

потребление и инвестиции лишь медленно набирают силу, поскольку финансовая ситуация во многих странах остается напряженной. Таким образом, после снижения примерно на 1 процент в 2009 году прогнозируется прирост мировой активности приблизительно на 3 процента в 2010 году, что существенно ниже темпов, достигнутых до кризиса. Эти прогнозы отражают небольшие корректировки в сторону повышения прогнозов июльского Бюллетеня ПРМЭ 2009 года.

- В странах с развитой экономикой прогнозируется медленный рост в течение значительной части 2010 года, причем безработица будет продолжать расти в течение большей части года. Годовой рост в 2010 году, по прогнозу, составит около 1¼ процента, после снижения на 3½ процента в 2009 году. Подъем активности более отчетливо виден при сопоставлении данных за четвертый квартал: ожидается, что с IV квартала 2009 года по IV квартал 2010 года реальный ВВП увеличится примерно на 1¾ процента, по сравнению с ростом приблизительно на ½ процента (в годовом исчислении) в течение второй половины 2009 года и сокращением на 2 процента в первом полугодии.
- В странах с формирующимся рынком прогнозируется рост реального ВВП почти на 5 процентов в 2010 году, по сравнению с 1¾ процента в 2009 году. Ведущую роль в этом оживлении играют Китай, Индия и ряд других стран Азии с формирующимся рынком. Другие страны с формирующимся рынком добиваются небольшого подъема, который поддерживают стимулирующие меры политики и улучшение показателей мировой торговли и ситуации на финансовых рынках.

Риски снижения темпов роста постепенно уменьшаются, но все еще вызывают обеспокоенность. Основной краткосрочный риск связан с возможностью того, что подъем застопорится. Преждевременное прекращение адаптивной денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики, по-видимому, сопряжено со значительным риском, поскольку оживление, обусловленное мерами политики, может быть неверно истолковано как начало активного подъема частного спроса. В целом, непрочная мировая экономика все еще представляется уязвимой к различным шокам, включая повышение цен на нефть, новое сильное обострение эпидемии гриппа H1N1, геополитические события или возрождение протекционизма.

Вместе с тем, краткосрочные риски связаны не только со снижением темпов роста, как показыва-

ет более быстрое, чем ожидалось, улучшение финансовых условий за последнее время. В частности, снижение благодаря принятым мерам опасений обвала активности, аналогичного краху 1930-х годов, и сопутствующее значительное улучшение настроений на финансовых рынках может вызвать большее, чем ожидается, повышение уровней потребления и инвестиций в ряде стран с развитой экономикой и стран с формирующимся рынком.

Рассматривая среднесрочные перспективы, можно отметить другие существенные риски для устойчивого подъема, главным образом в основных странах с развитой экономикой. В финансовой сфере серьезную озабоченность вызывает риск того, что сохраняющееся скептическое отношение общественности к мерам, воспринимаемым как спасение тех самых компаний, которых считают виновниками кризиса, подорвет общественную поддержку реструктуризации финансового сектора, тем самым создавая условия для продолжительной стагнации. В области макроэкономической политики наибольший риск сопряжен с ухудшением состояния бюджета, в том числе в результате мер по поддержке финансового сектора.

## Период после 2010 года: перевесбалансирование мировой экономики

Достижение устойчивого здорового роста в среднесрочной перспективе будет в решающей степени зависеть от устранения перебоев в предложении, вызванных кризисом, и изменения глобальной структуры спроса.

## Сокращение потенциального объема производства

Необходимо будет реорганизовать финансовые компании и восстановить нормальную работу рынков, чтобы обеспечить достаточный объем кредита для устойчивого повышения уровней инвестиций и производительности. В то же время нужно перераспределить рабочую силу между секторами. Исторические данные, представленные в главе 4, свидетельствуют, что в прошлом после финансовых кризисов, как правило, имело место значительное и долговременное снижение уровня производства, хотя его степень трудно поддается определению, и фактические результаты были весьма различны. Текущие среднесрочные прогнозы объема производства действительно следуют намного более низкой траектории по сравнению

с периодом до кризиса, что соответствует долговременному сокращению потенциального объема производства. Уровень инвестиций уже резко упал, особенно в странах, пострадавших от финансовых кризисов и кризисов недвижимости. В сочетании с повышением коэффициентов утилизации ввиду банкротства или реструктуризации корпораций это ведет к снижению фактических уровней основных фондов. Кроме того, в среднесрочной перспективе ожидается сохранение высоких уровней безработицы в ряде стран с развитой экономикой.

### Изменение структуры спроса

В дополнение к мерам по нормализации предложения в экономике стран необходимы также корректировки в структуре мирового спроса для поддержания активного подъема. В частности, многим странам, которые придерживались стратегии роста на основе экспорта и имели профицит счета текущих операций, нужно будет больше полагаться на внутренний спрос и импорт. Это поможет компенсировать пониженный внутренний спрос в странах, которые обычно имели дефицит счета текущих операций и пережили падение цен на активы (акции или жилье), включая США, Соединенное Королевство, части зоны евро и многие страны Европы с формирующимся рынком. С учетом сдвигов в области спроса необходимы также изменения в области предложения. Это потребует действий по многим направлениям, в том числе принятия мер по оздоровлению финансовых систем, совершенствованию корпоративного управления и финансового посредничества, поддержке государственных инвестиций и реформированию систем социальной защиты с целью снижения превентивных сбережений. Однако даже в случае активной приверженности всех стран проведению этих и других реформ, процесс изменения структуры мирового спроса займет длительное время и должен подкрепляться повышением гибкости обменного курса.

### Задачи политики

Наиболее приоритетными задачами политики остаются оздоровление финансового сектора и продолжение поддерживающих мер макроэкономической политики, пока экономический подъем не будет поставлен на прочную основу, хотя директивные органы должны также начать подготовку к последующему сокращению исключительно высоких уровней государственного вмешательства.

Преждевременное устранение стимула представляется более рискованным шагом в ближайший период, но очень важно разработать среднесрочную макроэкономическую стратегию на период после кризиса, чтобы поддерживать уверенность в платежеспособности бюджета и обеспечивать стабильность цен и финансовых потоков. Задача состоит в том, чтобы избегать крайностей: преждевременного прекращения государственных интервенций, что поставило бы под угрозу достигнутые результаты в обеспечении финансовой стабильности и подъема, или слишком длительного продолжения этих мер, что сопряжено с риском искажения экономических стимулов и ущерба для государственных балансов.

### График ужесточения либеральных денежно-кредитных условий

Главные вопросы для органов денежно-кредитного регулирования состоят в том, когда следует начать ужесточение политики и каким образом скорректировать значительные накопленные балансы центральных банков. Эти две цели не обязательно находятся в серьезном противоречии друг с другом, поскольку имеются инструменты, позволяющие перейти к ужесточению денежно-кредитных условий даже в то время, когда балансы еще остаются намного больше обычных уровней. Надлежащие темпы корректировки накопленных балансов центральных банков зависят от хода нормализации условий на рынке и видов предпринятых интервенций.

Что касается сроков ужесточения денежно-кредитной политики, перед странами с развитой экономикой и странами с формирующимся рынком стоят разные задачи. В странах с развитой экономикой центральные банки (за несколькими исключениями) могут позволить себе дольше сохранять адаптивные условия, поскольку инфляция, вероятно, будет оставаться пониженной, пока существует значительный разрыв между фактическим и потенциальным объемом производства. Кроме того, органам денежно-кредитного регулирования будет необходимо адаптировать политику с учетом последствий постепенного изъятия бюджетной поддержки. Условия в странах с формирующимся рынком различаются в большей степени; в ряде этих стран, вероятно, имеет смысл начать сворачивать адаптивную денежно-кредитную политику раньше, чем в странах с развитой экономикой. В некоторых странах, чтобы избежать рисков новых «пузырей» цен на активы, может потребоваться повысить гиб-

кость обменного курса, чтобы предотвратить импортирование чрезмерно либеральной направленности политики из стран с развитой экономикой.

Как подчеркивается в октябрьском выпуске ДГФС 2009 года, во многих странах, вероятно, будет необходимо продолжать поддержку со стороны центральных банков как минимум до конца следующего года, и может потребоваться значительно больше времени для сокращения накопленных запасов неликвидных активов в балансах некоторых центральных банков. Между тем, центральные банки располагают инструментами для изъятия резервов по мере необходимости с целью ужесточения денежно-кредитных условий. Заглядывая за горизонт краткосрочных задач, каковы некоторые уроки кризиса для проведения денежно-кредитной политики? Исторические данные позволяют предположить, что относительно стабильные темпы инфляции и роста производства не обеспечивают действенной защиты от воздействия на экономику сильных шоков, вызванных обвалом вздутых цен на активы, поскольку объем производства и инфляция являются слабыми предикторами падения цен на активы. В главе 3 показано, что другие переменные, в частности рост кредита и сальдо счета текущих операций, являются более достоверными предикторами и, возможно, заслуживают большего внимания со стороны органов денежно-кредитного регулирования. Таким образом, если проблемы внутреннего спроса и цен на активы вызывают растущую обеспокоенность, органам денежно-кредитного регулирования следует рассмотреть возможность ужесточения политики сверх того, что требуется исключительно для удержания контроля над инфляцией в следующие один-два года. В этой главе также высказывается мнение, что директивным органам следует подумать о том, чтобы дополнить таргетирование инфляции введением макропруденциальных инструментов для содействия стабилизации экономики. Макропруденциальные инструменты имеют то преимущество, что они позволяют действовать непосредственно в противовес кредитному циклу и, следовательно, могут быть полезны в дополнение к функции процентных ставок по стабилизации экономики. Однако необходимо реалистично оценивать их возможности.

#### **Продолжение бюджетной поддержки при сохранении устойчивости бюджета**

Несмотря на уже сейчас большой дефицит и растущий государственный долг во многих странах, необходимо продолжать бюджетное стиму-

лирование, пока подъем не станет прочным; более того, может потребоваться увеличить объем стимула или продлить его действие сверх планируемых сроков, если риски снижения темпов роста станут реальностью. В связи с этим правительствам следует быть готовыми предпринимать новые инициативы по мере необходимости. В то же время, они должны задаться целью значительно сократить дефицит, когда подъем закрепится, и приступить к решению долгосрочных бюджетных задач путем проведения реформ, призванных перевести государственные финансы на более устойчивую траекторию. Достижению таких сокращений могла бы способствовать более устойчивая основа бюджета, в том числе соответствующие бюджетные правила и действенные правоприменительные механизмы. Такие основы и правила могут сыграть полезную роль в сдерживании роста расходов, когда вернутся благополучные времена, тем самым внушая инвесторам определенную уверенность в том, что дефицит и долг со временем будут сокращены. Это является неременным условием, для того чтобы вновь открыть широкие возможности для проведения антициклической политики и вернуть финансовым рынкам общественную поддержку; важно решить обе эти задачи, чтобы быть готовым противодействовать будущим шокам.

#### **Исцеление финансового сектора и реформы пруденциальных основ**

Завершение оздоровления финансового сектора и проведение реформы пруденциальных основ являются необходимыми условиями устойчивого роста. Реструктуризация деятельности финансовых компаний имеет ключевое значение для возобновления нормальных процессов кредитования. Как подробнее поясняется в октябрьском выпуске ДГФС 2009 года, это потребует очистки балансов, проведения рекапитализации и разработки новых бизнес-планов, соответствующих новым моделям финансирования и новым пруденциальным основам. Пока достигнуты лишь очень ограниченные результаты в выведении неблагоприятных активов из банковских балансов. Главной проблемой сейчас является продолжающееся снижение качества активов. В этом контексте официальные стресс-тесты являются важными инструментами, посредством которых можно поставить диагноз состояния банков с целью разработки надлежащих стратегий рекапитализации и реструктуризации жизнеспособных банков и продуманной ликвидации нежизнеспособных банков.

В этой области прогресс в различных странах остается неровным, и обеспокоенность вызывает то, что общественная поддержка рекапитализации теперь сталкивается с более сложными политическими препятствиями. Необходимо четко сформулировать стратегии выхода, чтобы обеспечить ориентиры для рынков. В следующие два года банки ожидает полоса концентрации сроков погашения, что повышает риски пролонгации кредитов. В этих условиях необходимо очень постепенно сворачивать существующие программы, используя рыночные стимулы для уменьшения зависимости от государственной поддержки.

Что касается фундаментальных реформ, нельзя допустить, чтобы проведение крупномасштабных преобразований оказалось под угрозой из-за растущей уверенности в том, что основные опасности кризиса позади, опасений, что страна утратит свои преимущества в международной конкуренции, или обеспокоенности, что оптимальное решение невозможно в силу технических причин. Как подчеркивается в октябрьском выпуске ДГФС 2009 года, особого внимания заслуживают четыре задачи. Во-первых, необходимо расширить периметр регулирования и сделать его более гибким, охватив все системно значимые организации, наряду со стимулами для предотвращения дальнейшего роста организаций, которые в настоящее время считаются «слишком большими или обладающими слишком широкими связями, чтобы позволить им обанкротиться». Во-вторых, следует поощрять эффективную рыночную дисциплину путем повышения прозрачности и совершенствования раскрытия информации, а также проведения реформ управления в финансовых организациях. В-третьих, макропруденциальная основа должна побуждать банки накапливать больше страховых запасов в благополучные времена в форме капитала и резервов, ко-

торые можно использовать в трудные времена. И в-четвертых, необходимо совершенствовать международное сотрудничество и координацию, чтобы иметь возможность эффективно решать проблемы, связанные с трансграничными организациями.

### **Задачи структурной и социальной политики**

Растущая безработица создаст серьезные проблемы во многих странах с развитой экономикой, и бедность будет и далее ставить сложные задачи перед многими развивающимися странами. Информация, содержащаяся в главе 4, указывает на то, что уровни безработицы обычно значительно возрастают и остаются повышенными в течение многих лет после финансовых шоков. Чтобы ограничить масштабы потери рабочих мест, необходимо будет замедлить рост заработной платы или даже снизить заработную плату многих работников. Можно смягчить последствия необходимых изменений для более бедных слоев рабочей силы посредством налоговых кредитов по заработанному доходу или аналогичных программ, ограничивающих социальные последствия корректировок заработной платы. Кроме того, совершенствование систем профессиональной ориентации и образования и подготовки кадров может помочь ограничить сокращение рабочих мест и снижение заработной платы. Бедность может существенно возрасти в ряде развивающихся стран, в частности в странах Африки к югу от Сахары, где в 2009 году, впервые за десятилетие, наблюдается снижение реального ВВП на душу населения. Дальнейшая донорская поддержка со стороны стран с развитой экономикой имеет решающее значение, чтобы эти страны могли сохранить с трудом достигнутые результаты в укреплении макроэкономической стабильности.

Тезисы для прессы по главе 3. *Уроки для денежно-кредитной политики, извлеченные из колебаний цен на активы*

Перспективы развития мировой экономики, октябрь 2009 года

Подготовили: Антонио Фатас, Пракаш Каннан, Пау Рабанал и Аласдэр Скотт

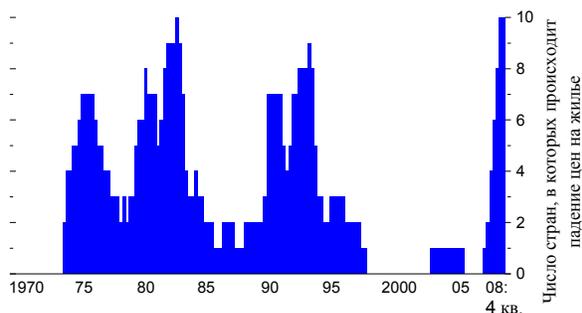
**Основные положения**

- Денежно-кредитные директивные органы должны уделять больше внимания макрофинансовым рискам. Это предполагает ужесточение условий денежно-кредитной политики на более раннем этапе, а также более энергичные попытки предотвратить распространение опасных излишеств на рынках активов и кредита, даже если инфляция, как представляется, в основном находится под контролем.
- В этой главе показано, что спады цен на активы в прошлом часто заслонялись быстро расширяющимся кредитом, ухудшающимися сальдо счетов текущих операций и крупными сдвигами в сторону инвестиций в жилье. Поскольку инфляция, как правило, была под контролем, центральные банки эффективно адаптировали эти нарастающие дисбалансы, увеличивая риск разрушительных спадов.
- Применение более широкого подхода к денежной политике будет сложной задачей. Может возникнуть необходимость в расширении мандатов и новых наборах инструментов экономической политики. Директивным органам потребуется руководствоваться здравым смыслом при рассмотрении факторов, определяющих динамику цен на активы, и применять дискреционный подход, с тем чтобы избежать дорогостоящих ошибок экономической политики. Очень важно, чтобы ожидания были реалистичными, так как объективно сложно различить экономически неприемлемые и приемлемые изменения цен на активы.

В этой главе ставится задача извлечь уроки для денежно-кредитной политики из опыта резких снижений цен на активы в последнее время. В ней изучаются данные за прошлые периоды, с тем чтобы определить наличие последовательных макроэкономических закономерностей, приводящих к спадам цен на активы (см. рис. 1), рассматривается роль денежно-кредитной политики в нагнетании таких спадов, включая последний кризис, и поднимаются вопросы о том, следует ли расширить сферу ответственности денежно-кредитной политики за пределы под-

**Рисунок 1. Спады цен на жилье**

В последние 40 лет спады цен на жилье, подобно спадам цен на акции, происходили с относительно регулярной частотой. Наблюдалось несколько эпизодов кластеризации, включая текущий, в течение которых спады цен на жилье и акции происходили одновременно во многих странах.



Источник: расчеты сотрудников МВФ.

держания стабильной инфляции цен на товары, как это можно сделать, и каковы связанные с этим потенциальные компромиссы.

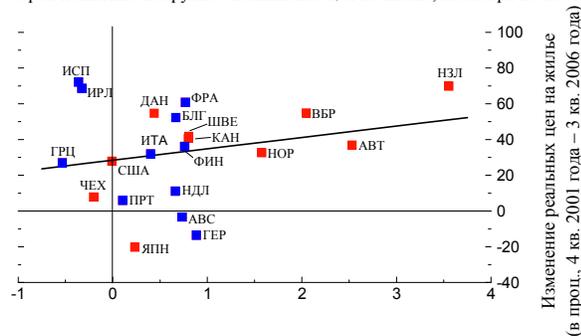
**В главе делается вывод о том, что денежно-кредитная политика не была бесспорным виновником текущего кризиса.** Имеются определенные свидетельства мягкой денежно-кредитной политики в годы, предшествующие текущему кризису, в ряде стран, но, по всей вероятности, она не была главной систематической причиной бумов и последующих спадов цен во всей мировой экономике. Различия в условиях денежно-кредитной политики между странами незначительно коррелированы с различиями в темпах роста цен на жилье и акции (см. рис. 2).

**Вместе с тем до кризиса имелись настояраживающие признаки, на которые денежно-кредитные директивные органы могли бы обратить внимание.**

Центральные банки выполняли свои мандаты — в период, предшествовавший кризису, инфляция в странах с развитой экономикой оставалась в пределах узкого диапазона. Но центральные банки адаптировали смягчение финансовых условий, что повышало риск разрушительного спада. Перед спадом цен на активы объем кредита, доли инвестиций в ВВП и цены на активы, как правило, возрастают, обеспечивая полезный опережающий индикатор спадов цен на активы. Напротив, инфляция и объем производства, как правило, не демонстрируют необычной динамики (см. рис. 3).

**Рисунок 2. Изменение реальных цен на жилье и реальные ставки интервенции**

В странах с общими номинальными ставками интервенции денежно-кредитной политики более либеральные реальные ставки в последние годы ассоциировались с большим приростом реальных цен на жилье. По группе стран с развитой экономикой в целом в последние годы наблюдалась незначительная корреляция между реальными ставками интервенции и реальными ценами на жилье, и несколько стран испытывали крупное повышение цен на жилье, несмотря на жесткие денежно-кредитные условия.

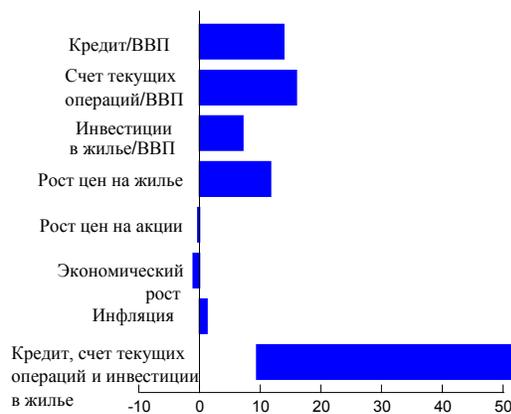


Средние реальные ставки интервенции (1 кв. 2002 года – 3 кв. 2006 года)

Источники: Банк международных расчетов; Bloomberg Financial Markets; Haver Analytics; официальные органы стран; Организация экономического сотрудничества и развития; Thomson Datastream; расчеты сотрудников МВФ.

**Рисунок 3. Опережающие индикаторы спадов цен на жилье**

На рисунке показан процент случаев, когда спад происходит через 1–3 года после подачи сигнала тревоги, по отношению к безусловной вероятности спада. Применительно к спадам цен на жилье с 1985 года значительные отклонения отношения кредита, счета текущих операций и инвестиций в жилье к ВВП повышает вероятность приближающегося спада. Рост объема производства и инфляция не являются хорошими опережающими индикаторами.



Источник: расчеты сотрудников МВФ.

**Таким образом, денежно-кредитным директивным органам, возможно, было бы полезно уделять больше внимания предупреждению спадов цен на активы.** Результаты анализа, основанного на модели, показывают, что более энергичная, чем обычно, реакция денежно-кредитной политики на признаки перегрева или «мыльного пузыря» кредита или цен на активы могла бы быть обоснованной в целях снижения макроэкономической изменчивости. Это предполагает ужесточение денежно-кредитных условий на более раннем этапе, а также более решительные попытки предотвратить распространение опасных излишеств, даже если инфляция, как представляется, находится под контролем.

**Введение изменяющихся во времени «макропруденциальных» инструментов, предназначенных специально для смягчения циклов кредитного рынка, могло бы способствовать денежно-кредитной политике.** К числу предложений относится так называемый «динамический подход к созданию резервов», при котором финансовые организации автоматически откладывают больше капитала при повышении уровня заемных средств, или дискреционный подход директивных органов к нормам обязательных резервов. Для получения лучших результатов установки денежно-кредитной политики и макропруденциальные инструменты должны быть тщательно скоординированы.

**Может потребоваться расширить мандаты центральных банков, включив в них в явной форме вопросы макрофинансовой стабильности.** Но директивные органы, функционирующие в рамках расширенного подхода к денежно-кредитной политике, должны будут очень подробно разъяснять основания для предпринимаемых ими действий, их ближайшие цели, а также то, каким образом эти действия соответствуют долгосрочным целям обеспечения макроэкономической и финансовой стабильности.

**Однако ожидания относительно того, что может быть достигнуто при помощи таких расширенных подходов, должны быть реалистическими.** Резкий рост кредита или цен на активы иногда может быть обусловлен позитивными изменениями производительности, и трудно сказать заранее, определяются ли бумы цен благоприятными или негативными обстоятельствами. Эмпирические данные подтверждают, что даже самые лучшие индикаторы финансовой уязвимости содержат в себе «шум», иногда подавая ложные сигналы и повышая риск ошибок политики. Негибкое использование макропруденциальных инструментов политики может привести к ошибкам экономической политики, поэтому дискреционный подход в определенной мере необходим.

## Тезисы для прессы по главе 4. *Каковы масштабы ущерба? Среднесрочная динамика объема производства после финансовых кризисов*

Перспективы развития мировой экономики, октябрь 2009 года

Подготовили: Рави Балакришнан, Петя Коева Брукс, Дэниел Ли,  
Ирина Тайтелл и Абдул Абиад

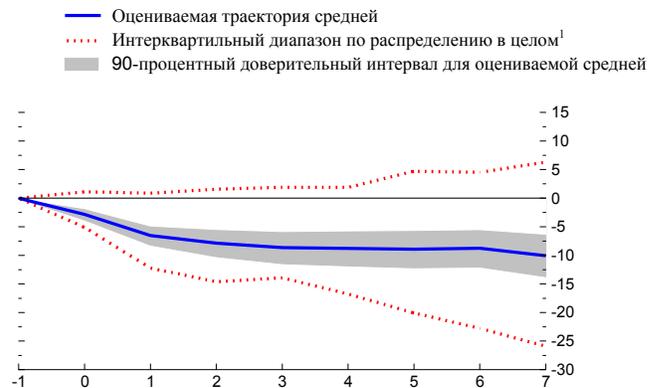
### Основные положения

- Как правило, банковские кризисы оказывают продолжительное воздействие на объем производства, хотя в конечном счете экономический рост восстанавливается. Снижение занятости, инвестиций и производительности вносит вклад в долговременное сокращение объема производства. При этом наблюдаются существенные различия между странами.
- Исходные условия оказывают сильное влияние на размеры конечного сокращения объема производства. Кроме того, краткосрочные макроэкономические стимулы и мероприятия в рамках структурных реформ, как правило, ассоциируются с меньшим сокращением объема производства.
- Полученные результаты показывают, что энергичные ответные меры макроэкономической политики, предпринятые до настоящего момента, могут уменьшить это сокращение. Проведение структурных реформ также может помочь ограничить сокращение объема производства.

В главе 4 представлены новые сведения о среднесрочных показателях объема производства после финансового кризиса. В ней рассматривается среднесрочная динамика объема производства после 88 банковских кризисов за последние четыре десятилетия по широкому кругу стран. В этой главе также делается попытка объяснить существенные различия в среднесрочных результатах, связав их с докризисными условиями и мерами политики после кризиса.

Для средней страны объем производства продолжает отставать от его докризисного тренда примерно на 10 процентов в течение семи лет после кризиса, хотя наблюдается значительное различие в итоговых показателях между эпизодами кризисов. Этот результат справедлив как для стран с развитой экономикой, так и для стран с формирующимся рынком. Положительно то,

**Изменение объема производства после банковских кризисов**  
(В процентах от докризисного тренда; средняя разность с годом  $t=-1$ ; первый год кризиса  $t=0$ ; годы по оси X)



Источники: Всемирный Банк, «Показатели мирового развития»; расчеты сотрудников МВФ. Интерквартильный диапазон показывает средние 50 процентов всех кризисов.

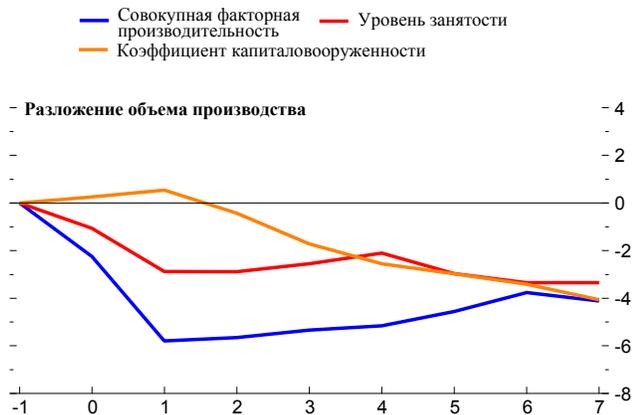
что банковские кризисы, как представляется, в среднем не приводят к постоянному сокращению среднесрочного роста объема производства, хотя различия в опыте отдельных стран существенны и в этом случае.

**Пониженная траектория объема производства после кризиса является результатом уменьшения, примерно в равных пропорциях, уровня занятости, коэффициента капиталовооруженности и**

**производительности.** В краткосрочном плане сокращение объема производства в основном обусловлено совокупной факторной производительностью, но в среднесрочном плане уровень совокупной факторной производительности отчасти восстанавливается, приближаясь к его докризисному тренду. Напротив, капитал и занятость долго остаются на пониженном уровне по отношению к тренду. Это связано с тем, что кризис, как правило, приводит к уменьшению инвестиций, по мере того как предложение кредита становится более ограниченным. Кроме того, обычно значительный прирост фактического уровня безработицы, как правило, сохраняется в течение длительного времени, так как кризис предполагает существенное перераспределение трудовых ресурсов между секторами, и это может негативно отражаться на рабочих навыках.

### Разложение объема производства

(В процентах от докризисного тренда; средняя разность с годом  $t=-1$ ; первый год кризиса  $t=0$ ; годы по оси X)



Источники: Bosworth and Collins (2003); Всемирный Банк, «Показатели мирового развития»; расчеты сотрудников МВФ.

**Исходные условия оказывают сильное влияние на размеры сокращения объема производства.** Краткосрочная динамика объема производства является надежным прогнозирующим показателем среднесрочных результатов. Кроме того, высокая доля инвестиций до кризиса является хорошим прогнозирующим показателем большого сокращения объема производства в среднесрочном плане.

**Среднесрочное сокращение объема производства не является неизбежным.** Некоторым странам удавалось избежать его, в конечном счете, превысив докризисную траекторию. Хотя предсказать динамику объема производства после кризиса трудно, имеющиеся данные позволяют предположить, что страны, применяющие краткосрочные макроэкономические стимулы после кризиса, как правило, испытывают меньшее сокращение объема производства в среднесрочном плане. Имеются также определенные свидетельства того, что мероприятия в рамках структурной реформы связаны с лучшими среднесрочными результатами, хотя нет сомнений в том, что к разработке

надлежащей экономической политике после кризиса невозможно применить единый подход.

**В результате анализа получены неутешительные выводы относительно среднесрочных перспектив для объема производства в странах, испытавших банковские кризисы в последнее время.** Предпринятые до настоящего момента энергичные ответные меры макроэкономической политики в форме значительных налогово-бюджетных и денежно-кредитных стимулов должны помочь смягчить воздействие кризиса на объем производства. Вместе с тем сохраняющаяся озабоченность относительно этого сокращения подчеркивает значимость проведения реформ, способствующих повышению объема производства в среднесрочном плане и облегчению перераспределения ресурсов между секторами после кризиса.