

Глава 3. Последствия финансового кризиса в Юго-Восточной Азии

3.1. Оценка глобальных финансовых потоков и текущих ПБ

Чистые потоки частного капитала на зарождающиеся рынки (РС, НИС, страны с переходной экономикой) достигли рекордного уровня - 240 млрд.долл. в 1996 г., с наибольшей привлекательностью Азии, на которую приходится самая большая доля (Табл. 3.1). После дальнейшего повышения в первой половине 1997 г., чистый приток затем резко уменьшился, когда углубился кризис в Восточной Азии. В 1997 г. чистый приток на появляющиеся рынки был в целом на 67 млрд. долл. меньше, чем в 1996 г., с чистым притоком в РС Азии, упавшим до самого низкого уровня с 1992 г. Было меньшее снижение в притоках в РС Среднего Востока и Европы, в то время как притоки в Западное Полушарие и переходные экономики увеличились. Кризис имел непосредственное влияние на снижение чистых потоков частного капитала в развивающиеся и новые индустриализирующиеся экономики — почти до 80 млрд. долл., главным образом за счет Азии; по оценкам, потоки капитала только частично восстановятся к 1999 г.

Потоки частного капитала в РС в 1998 г. оцениваются на 52 млрд. долл. ниже, чем в 1997 г., и, т.о., это половина от уровня 1996 г. и самый низкий уровень с 1992 г. Чистый приток в РС Азии прогнозируется на уровне только 1.5 млрд. долл., по сравнению с пиком 102 млрд. долл. в 1996 г.. Потоки капитала в Азию восстановятся очень слабо; Латинская Америка и 19 стран с переходной экономикой увеличат свою долю в потоках частного капитала в РС.

Таблица 3.1

Развивающиеся страны, страны с переходной экономикой и НИС: чистые потоки капитала, млрд. долл.

	1984-1989 ¹	1990-1996 ¹	1997	1998	1999
Всего					
ПЗИ	13,1	61,7	125,6	119,6	119,7
Портфельные	3,6	54,9	18,2	18,0	34,4
Официальные ресурсы	24,1	14,0	1,6	37,0	-8,9
Изменения резервов ²	-14,5	-78,9	-98,8	-67,1	-91,1
Развивающиеся страны					
ПЗИ	12,1	54,6	106,2	99,1	99,1
Портфельные	4,1	47,7	28,1	19,4	32,2
Официальные ресурсы	25,3	14,5	-2,4	28,6	5,7
Изменения резервов ²	5,4	-55,3	-58,3	-37,3	-80,8
Переходные экономики					
ПЗИ	-0,1	6,3	15,6	18,5	20,0
Портфельные	—	2,3	7,5	8,8	9,6
Официальные ресурсы	0,1	0,1	4,4	3,5	-4,4
Изменения резервов ²	-3,8	-7,8	-16,9	-4,9	-3,6
НИС³					
ПЗИ	1,1	0,9	3,8	2,0	0,7
Портфельные	-0,4	4,9	-17,4	-10,2	-7,4
Официальные ресурсы	-1,4	-0,6	-0,5	5,0	-10,2
Изменения резервов ²	-16,1	-15,8	-23,6	-24,9	-6,7

¹ Среднегодовые.

² Знак минус указывает на увеличение.

³ Гонконг, Корея, Сингапур, Тайвань, Израиль.

Источник: IMF World Economic Outlook. May 1998. P.55

Когда разразился кризис, новые выпуски долговых обязательств (бонов) азиатскими экономикami практически прекратился. Новые займы странам Азии также упали в конце 1997 г. и в начале 1998 г. Выпуски акций в целом упали до низкого уровня в конце 1997 г. (табл. 3.2).

Таблица 3.2

**Совокупное частное финансирование РС,
млрд. долл.**

	1997 г.		январь
	окт.	дек.	1998 г.
Всего, в т.ч.	32,2	18,6	5,9
Азия	16,9	5,8	1,4
Европа	5,8	2,5	1,2
Средний Восток и Африка	2,0	5,9	0,9
Западное Полушарие	7,5	4,4	2,4
Выпуск бонов, в т.ч.	9,3	1,4	4,0
Азия	2,2	0,4	—
Западное Полушарие	3,1	0,5	2,2
Займы, в т.ч.	18,6	16,3	1,6
Азия	11,5	4,6	1,3
Западное Полушарие	3,6	3,9	0,2
Выпуск акций, в т.ч.	4,3	0,9	0,3
Азия	3,2	0,8	0,1

Источник: IMF World Economic Outlook. May 1998. P.55.

Из-за снижения в частном внешнем финансировании вновь появляющихся рынков вынудило развивающиеся страны уменьшить дефициты своих текущих ПБ почти на 22 млрд. долл. в 1997 г.; это воздействие было смягчено уменьшением резервов и увеличением официальных заимствований. Это в большей мере коснулось ази-

атских стран (главным образом, Китай, Индонезию и Таиланд), но в какой-то мере также затронуло некоторые РС Западного Полушария. Дефициты текущих ПБ в Республике Корея и в группе продвинутых экономик также были подвергнуты корректировке в сторону снижения в 1998 г.

Резкое снижение потоков частного капитала в 1997–98 гг. потребует значительной корректировки ПБ многих РС, особенно в Азии; это приспособление будет поддерживаться официальными финансовыми потоками. В странах, серьёзно пораженных кризисом—Индонезия, Корея, Малайзия, Филиппины и Таиланд—наблюдалось значительное обесценение валюты и сжатие внутреннего спроса, что означает сдвиг в сторону избытка ПБ в период между 1996 и 1998 гг., который составит около \$75 млрд. Излишки ПБ в 1998 г. наблюдаются во всех этих странах, кроме Малайзии и Филиппин (табл. 3.3).

Другие РС также испытывают снижение притоков капитала как результат негативного влияния начальных стадий азиатского кризиса. В Бразилии дефицит ПБ ожидается на уровне 3,25 % от ВВП в 1998 г., отражая ужесточение проводимой политики во время углубления кризиса. Во множестве других РС дефициты ПБ увеличатся. Резкое снижение цен на нефть отразится на ухудшении позиций текущего ПБ некоторых нефтеэкспортирующих РС в 1998 г.; для РС, чьи экспортные доходы определяются экспортом топлива, ухудшение с 1997 г. оценивается на 26 млрд. долл.

Внешняя корректировка, которую предпринимают страны с нарождающимися рынками в результате снижения в частном финансирование, произошла частично путём сжатия внутреннего спроса, а частично, путем улучшения международной конкурентоспособности в результате обесценивания валюты.

Таблица 3.3

**Состояние ПБ отдельных стран
% от ВВП**

	1995	1996	1997	1998	1999
ПРС					
США	-1,8	-1,9	-2,1	-2,7	-2,6
Япония	2,2	1,4	2,2	3,0	2,9
Германия	-1,0	-0,6	-0,3	0,0	0,1
Франция	0,7	1,3	2,7	2,3	2,3
Италия	2,3	3,2	2,9	2,5	2,4
Британия	-0,5	-0,1	0,6	-1,1	-1,1
Канада	-1,0	0,4	-2,0	-2,4	-1,7
Гонконг	-3,9	-1,3	-1,5	-0,4	0,4
Корея	-2,0	-4,9	-2,0	5,5	4,9
Сингапур	16,8	15,7	15,2	14,3	14,4
Тайвань	2,1	4,0	2,3	2,5	2,7
ЕС	0,6	1,1	1,4	1,1	1,2
Развивающиеся страны					
Аргентина	-1,5	-1,9	-3,8	-4,3	-4,4
Бразилия	-2,5	-3,3	-4,2	-3,3	-3,5
Чили	0,2	-4,1	-4,0	-5,1	-5,0
Китай	0,2	0,9	2,4	2,1	1,9
Индонезия	-3,3	-3,3	-2,6	1,9	0,5
Малайзия	-10,0	-4,9	-4,8	-0,5	-1,9
Мексика	-0,5	-0,8	-1,8	-2,5	-2,6
Филиппины	-4,4	-4,7	-5,4	-3,2	-2,9
Таиланд	-7,9	-7,9	-2,2	3,9	2,2
Переходные экономики					
Венгрия	-5,7	-3,8	-2,2	-3,1	-3,5
Польша	3,3	-1,0	-3,2	-4,8	-5,4
Россия	1,3	0,5	-0,3	-1,2	-1,4

Источник: IMF World Economic Outlook. May, 1998. P.57

Первый механизм, действующий через уменьшение частных инвестиций, более высокой стоимости капитала, потерю доверия и ужесточение экономической политики — привел к замедлению роста как в кризисных экономиках, так и опосредованно, среди их торговых партнеров в остальной части мира (Блок 1). Второй механизм также способствовал замедлению роста экономик торговых партнеров через снижение их экспорта, в то время как в кризисных экономиках воздействие на совокупный спрос и деловую активность было весьма умеренным, т.к. экспорт увеличился, хотя внутренний спрос уменьшился в результате воздействия обесценивания валюты на реальное богатство потребителей и их доход.

Если рассматривать РС все вместе, НИС и переходные экономики, то улучшение ПБ составит 13 млрд. долл. в 1998 г. по сравнению с 1997 г. Общий дефицит ПБ ПРС расширится на 70 млрд. долл., с ухудшением на 61 млрд. долл. для США; излишек ПБ для ЕС сузится на 23 млрд. долл.

Дефицит ПБ у США увеличился до 2,75 % от ВВП с 2 % в течение последних нескольких лет, отражая воздействия азиатских кризисов вместе с продолжением подъема внутреннего спроса и усилением доллара. В Великобритании ПБ будет колебаться от небольшого излишка до дефицита в 1 % от ВВП благодаря росту цены стерлинга. В других регионах Европы текущее обесценивание валют и более низкие цены на импорт компенсируют снижение экспорта в Азию, так что текущие ПБ основных континентальных стран в целом не изменятся.

В Японии значительное негативное влияние корректировки других азиатских экономик будет перевешено ослаблением внутреннего спроса и обесцениванием иены

против валют других индустриальных стран, так что излишек ПБ увеличится где-то до 3 % от ВВП в 1998–1999 гг.¹.

Рост импорта и деловой активности в развивающихся странах, новых индустриализирующихся азиатских экономиках и в странах с переходной экономикой в 1998 г. заметно замедлился, также как и в группе ПРС. Рост экспорта РС указывает, что активность в этих странах будет поддержана внешним спросом как результат изменения курса валют, в то время как снижающийся рост экспорта в других двух группах указывают на влияние замедленного роста в развивающемся мире.

Ухудшение во внешних позициях ПРС было незначительным, что будет благоприятствовать бóльшим потокам капитала в нарождающиеся рыночные экономики.

Блок 1. Воздействия финансового кризиса в странах Восточной Азии на торговлю с ПРС

Суматоха на азиатских рынках в основном уменьшила перспективы их роста после резкого сжатия финансовых условий, что ограничило внутренний спрос. Но сокращения внутренних расходов было частично компенсировано улучшениями их внешних балансов. В то же самое время, обесцененная валюта расширила конкурентоспособность местных производителей и поощряла экспорт. Величина эффекта в любой стране зависела от доли торговли с азиатским регионом в общем объеме их торговли и от важности торговли для их собственного производства.

Таблица 3.4 показывает эти доли для основных ПРС, также как для Австралии и Новой Зеландии, на основе данных по двусторонней торговле в 1996 г.. Из основных ПРС, Япония имеет наибольшую долю в торговле с азиатским регионом, на которую приходится 1/3 общего объема торговли со странами АСЕАН-4 и НИС вместе взятыми. Доля США - около половины от японской, а доли других стран "Группы 7" еще меньше. Из других индустри-

¹ Несмотря на расширение намечаемых дефицитов текущих ПБ США и излишка ПБ Японии, оба дисбаланса относительно ВВП, как прогнозируется, останутся меньше, чем в середине 1980-х г.

альных стран, Австралия и Новая Зеландия имеют значительные доли с азиатскими рынками, с долей Австралии около 35 % от общей торговли.

Воздействие изменений в торговле с Азией на ВВП ПРС также зависит от важности торговли для их общего производства. В этом имеются широкие различия среди стран. Для США и Японии, отношение торговли к ВВП - относительно небольшое - немногим выше 10 % в среднем для экспорта и импорта; для других основных ПРС это отношение в диапазоне от 23 % для Италии до 43 % для Канады².

Кроме этих прямых воздействий, азиатские кризисы будут иметь "второй круг" воздействий на ПРС, когда доходы и прибыли сократятся из-за ухудшения во внешних позициях и когда понизится внутренний спрос³.

Первоначально финансовый кризис в Азии преимущественно воздействовал на азиатские экономики, с вторичным воздействием на другие появляющиеся рынки с различной интенсивностью и продолжительностью.

Сдерживание негативного воздействия азиатских кризисов и возвращение к относительной финансовой стабильности будет возможным в том случае, если предпринимаются политические шаги для быстрого восстановления доверия—как в Азии, так и в других регионах развивающихся стран. Но основной риск, связанный с неблагоприятным воздействием на финансы, будет иметь очевидное влияние на потоки внешнего финансирования на все появляющиеся рынки, что потребует значительного и одновременного исправления их внешних балансов.

² Принимая в расчет эти различия в долях торговли относительно производства, доля торговли с азиатскими рынками в общем ВВП - схожи для стран "Группы 7" (исключая Японию) - около 2 % ВВП, тогда как для Японии она достигает 4 % ВВП.

³ Моделирование этих вторичных эффектов использовалось в многострановой макроэкономической модели МВФ, MULTIMOD, определенной торговой мультипликатор для ПРС в среднем около 1,5—другими словами, общее воздействие на производство оказалось почти на 50 % больше, чем прямое воздействие на реальный торговый баланс.

Таблица 3.4

**Промышленно развитые страны: доля торговли с
возникающими рыночными экономиками и доля
торговли в ВВП¹, в %**

	АСЕАН- 4	НИС	Все РС Азии	Возникающ ие рынки ²	Доля торговли в ВВП ³
США	5,0	11,3	21,8	36,7	13,2
Япония	12,2	18,2	40,9	43,7	12,0
Германия	2,0	3,5	8,6	17,9	27,0
Франция	1,5	2,8	7,4	10,3	29,7
Италия	1,4	2,9	6,7	15,0	22,6
Британия	2,5	5,2	10,3	14,7	30,3
Канада	1,2	2,8	5,9	8,6	43,0
Всего G7	4,3	7,9	17,0	24,9	19,9
Австралия	8,2	16,3	34,5	33,3	22,9
Новая Зеландия	5,1	14,7	21,2	21,1	32,7
Все ПРС	3,6	6,8	14,5	21,4	20,7

¹ Усредненная доля товарного экспорта и импорта с каждой группой стран в общей торговле на 1996 г.

² Включает Аргентину, Бразилию, Чили, Китай, Грецию, Египет, Эстонию, Гонконг, Венгрию, Индию, Индонезию, Израиль, Корею, Латвию, Малайзию, Мексику, Филиппины, Польшу, Румынию, Сингапур, ЮАР, Тайвань, Таиланд, Турцию и Венесуэлу.

³ Средняя доля реального экспорта и импорта в реальном ВВП в 1996 г.

Источник: IMF World Economic Outlook: Interim Assessment. Crisis in Asia: Regional and Global Implications. December 1997. P.34.

Чтобы оценить возможную величину воздействий на экономику ПРС, таблица показывает доли в торговле ПРС со всеми основными нарождающимися рыночными экономиками. Только их доля в торговле Японии немного больше, чем с азиатским регионом в целом, в то время как доли США и некоторых европейских стран в торговле с возникающими рынками вдвое больше.

Кроме того, перспектива как для и ПРС, так и для появляющихся рыночных экономик подвержена влиянию многих других факторов, включая ответные политические шаги ПРС и ситуацию на валютных рынках. Таким образом, хотя очевидно, что состояние текущих ПБ США и ЕС ухудшится в ближайшей перспективе, чтобы абсорбировать улучшение во внешних позициях появляющихся рыночных экономик азиатских стран, изменение внешнего баланса Японии предвидеть сложнее. С одной стороны, торговый баланс Японии непосредственно пострадал больше в результате замедления в остальной части Азии, чем в других ПРС; но с другой стороны, более слабый внутренний спрос в Японии и более слабая цена ослабят ухудшение во внешнем балансе.

Источник: IMF. World Economic Outlook. INTERIM ASSESSMENT. Crisis in Asia: Regional and Global Implications. December 1997. P.34-35

3.2. Замедление глобального роста

Азиатский кризис повлиял на замедление роста мировой экономики с почти 4 % в 1997 г. до 3 % в 1998 г., с замедлением роста на 0,5 % в группе ПРС и самым заметным снижением в Японии и НИС, особенно в Корее (-0,8 в 1998 г.). В Японии деловая активность резко упала со второго квартала 1997 г. вследствие сжатия внутреннего спроса из-за увеличения налога на потребление.

Рост в новых индустриализирующихся экономиках Азии имел устойчивое понижение с 6 % до 3,5 %. Япония, испытывавшая заметное снижение роста как в 1997 г., так и 1998 г. (почти нулевой) по сравнению с 1996 г., так и не смогла выйти на линию роста, начавшегося было в 1995 г.

Рост производства в развивающихся странах ослаб до менее чем 5 % в 1998 г., что является самым слабым для этих стран, начиная с 1991 г. Рост замедлился во

всех регионах, но самые большие изменения коснулись Азии и, в меньшей степени, стран Западного Полушария - в этих двух регионах приток частного капитала был наибольшим в прошедшие годы и где он имел наибольшее замедление. Азия остается единственным регионом, где рост в 1998 г. значительно замедлился по сравнению с прошедшими годами; в других регионах рост поддерживался темпами на уровне первой половины 90-х гг., кроме Африки, где рост останется выше, чем в любом прошедшем году (кроме 1996 г.). Относительно маленькое воздействие кризисов на рост в Африке и на Среднем Востоке объясняется относительно низкими потоками частного капитала в большинство стран этого региона. Однако и здесь будет ощущаться негативное воздействие замедления глобального роста, его влияния на товарные цены и прирост конкурентоспособности, который извлекут их некоторые торговые партнеры.

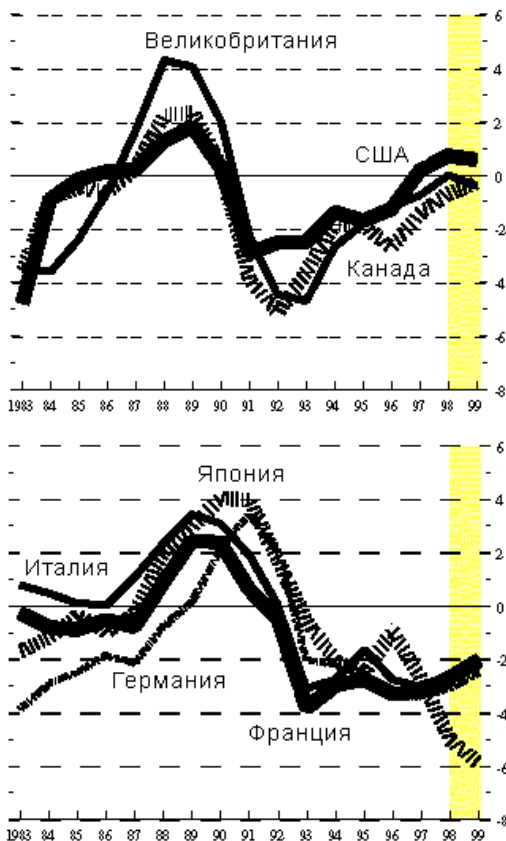
Для ПРС Европы и Северной Америки рост практически не испытал влияния финансового кризиса из-за меньшей доли торговли с Азией и даже набрал силу по сравнению с предшествующим периодом. В ЕС и США темпы роста близки (или немного меньше) к потенциальному уровню.

В континентальной Европе восстановление набрало силу в 1997 г. и прогнозы роста на 1998-99 гг. остаются благоприятными, если не будут сказываться тормозящие эффекты - главным образом, через экспорт, - азиатских кризисов. Во Франции и Германии экспорт оставался главным двигателем роста, хотя расширение внутреннего спроса может компенсировать умеренный рост экспорта.

Рост экономики США в 1997 г. выше потенциального привел к дальнейшему снижению безработицы ниже 5 % и росту заработной платы. Как в США, так и в Великобритании, замедление роста уменьшило риск увеличения инфляционного давления.

Оценки развития частного сектора в основных ПРС иллюстрируются на рис. 3.1.

Рисунок 3.1
Различия в относительных циклических позициях
основных ПРС, % от потенциального производства



Источник: IMF World Economic Outlook. May 1998. P. 34.

3.3. Значение изменений текущих курсов валют для международной конкурентоспособности стран

Когда азиатский кризис углубился во второй половине 1997 г. и в начале 1998 г., валюты стран АСЕАН-4 и Кореи резко обесценились, пока частично не восстановились в январе. Несмотря на этот удар, стоимость индонезийского рупия в марте 1998 г. к доллару США была в среднем на 74 % ниже, чем 9 месяцев раньше и, в то же самое время, были зафиксированы падения на 31–39 % в долларовой стоимости других валют, оказавшихся в центре кризиса (Табл. 3.5).

В Гонконге власти удерживали курс обмена привязанным к доллару США, а в Китае стабильный обменный курс по отношению к доллару был также сохранен, но сингапурский и тайваньский доллары, индийский рупий, австралийский и новозеландские доллары значительно ослабли в конце 1997 г., и только австралийский доллар заметно восстановился в начале 1998 г. Эти понижения были результатом ситуации на рынке, а также обеспокоенности относительно эрозии их конкурентоспособности, более низкого роста в регионе, взаимосвязей финансового рынка и падения мировых товарных цен. В течение периода доллар США и фунт стерлинг укреплялись и далее, хотя иена ослабла против других основных валют.

Переоценка равновесных курсов обмена указывает на масштаб удара, в результате которого было потеряно доверие. Масштаб движений обменных курсов был таков, что международная конкурентоспособность как в

Азии, так и в целом, была заметно изменена⁴. Для стран Азии, в наибольшей степени испытавших кризис, значительное обесценение против доллара США вызвало существенное обесценение как номинального, так и реального курсов.

Различия между обесценением в долларах США и на основе реального эффективного курса отражают два главных фактора. Во-первых, эти страны имели значительную торговлю друг с другом и другими странами, чьи валюты упали против доллара, и они также конкурировали друг с другом на рынках третьих стран. Как результат, изменения в номинальном эффективном курсе обмена (взвешенном по торговле) ниже, чем по отношению к доллару.

Во-вторых, рост конкурентоспособности в результате обесценения валюты частично компенсируется более высокой внутренней инфляцией, частично из-за связанного с этим ростом цен на товары, участвующие в торговле. В начале 1998 г. этот эффект был достаточно ограничен, кроме Индонезии, отражая значительные лаги между изменениями курсов валют и инфляцией, а в некоторых случаях, воздействие контроля цен и субсидий и резкое сжатие внутреннего спроса.

⁴ Один из показателей международной конкурентоспособности - индекс реального эффективного обменного курса (*real effective exchange rate indices*), основанный на потребительских ценах, которые рассчитываются МВФ для большинства стран членов и используется в его Системе информационного извещения (*Information Notice System; INS*). Используемая схема взвешивания отражает относительную значимость стран-партнеров в торговле промышленными товарами, первичными товарами, и где это необходимо, услугами туризма, также как важность конкуренции между странами на рынках третьих стран для торговли в промышленности. Динамику индексов потребительских цен используют, чтобы перевести индекс номинального курса обмена в индекс реального эффективного курса. См. *Alessandro Zanella and Dominique Desruelle, "A Primer on the IMF's Information Notice System," Working Paper 97/71 (Washington: IMF, May 1997).*

Таблица 3.5
Текущее движение курсов обмена, рассчитанных
на двусторонней и многосторонней базе¹, %

Страна	Двусторонний курс		Многосторонний курс ²	
	к долл.	к иене	номин.	реальн.
США	—	13,0	9,3	8,6
Япония	-11,5	0,0	-2,4	-4,1
Германия	-5,4	6,8	-0,3	-0,8
Франция	-4,8	7,5	0,4	-0,1
Британия	1,1	14,2	7,2	7,7
Италия	-5,8	6,4	-0,8	-0,2
Канада	-2,3	10,4	2,0	1,5
Австралия	-11,1	0,4	-4,6	-5,6
Н. Зеландия	-16,8	-6,0	-10,7	-10,6
Китай	-0,2	12,7	6,2	2,9
Индия	-9,5	2,2	-3,8	-0,2
Гонконг	—	12,9	7,7	11,2
Корея	-39,0	-31,0	-35,3	-30,3
Сингапур	-11,9	-0,5	-0,7	-1,0
Тайвань	-14,1	-3,0	-7,4	-9,6
Индонезия	-73,9	-70,6	-71,4	-63,2
Малайзия	-32,3	-23,5	-24,8	-23,6
Филиппины	-31,0	-22,1	-24,8	-21,8
Таиланд	-37,5	-29,4	-31,8	-27,1
Аргентина	—	12,9	5,6	4,7
Бразилия	-2,6	10,1	2,7	6,6
Чили	-7,9	4,1	-2,5	1,5
Мексика	-7,1	5,0	-3,5	7,8
Польша	-6,4	5,7	-1,7	3,2
Венгрия	-11,5	—	-6,8	3,9
Турция	-38,8	-30,8	-35,4	11,1

¹ Изменения с июня 1997 г. по март 1998 г. в среднем за месяц; положительное число показывает рост стоимости валюты.

² Данные за 1988-90 гг.; учитываются двусторонние эффекты и эффекты третьих стран.

Источник: IMF, Information Notice System (INS) databases; WEF, Inc; and IMF staff calculations.

С течением времени, однако, более высокая инфляция станет более значительным фактором, который может разрушить первоначальный прирост конкурентоспособности⁵.

Для РС вне азиатского региона влияние на конкурентоспособность динамики обменных курсов относительно ограничено. В Латинской Америке повысились цены на валюты четырех самых больших экономик (реальный эффективный курс), из-за очень тесной связи с долларом (как у Аргентины и Бразилии), и инфляционных различий (в случае с Мексикой). Инфляционные различия также объясняют умеренное повышение реального курса, показанное для других РС в табл. 3.5.

Наоборот, резкое ослабление большинства азиатских валют способствовало дальнейшему усилению американского доллара (номинального и реального курса), которое началось с середины 1995 г., когда доллар был значительно недооценен, особенно против иены. С того времени реальная эффективная цена доллара повысилась почти на 25 %, достигнув своего высочайшего уровня с конца 1986 г., что означало существенную эрозию международной конкурентоспособности (Рис. 3.2).

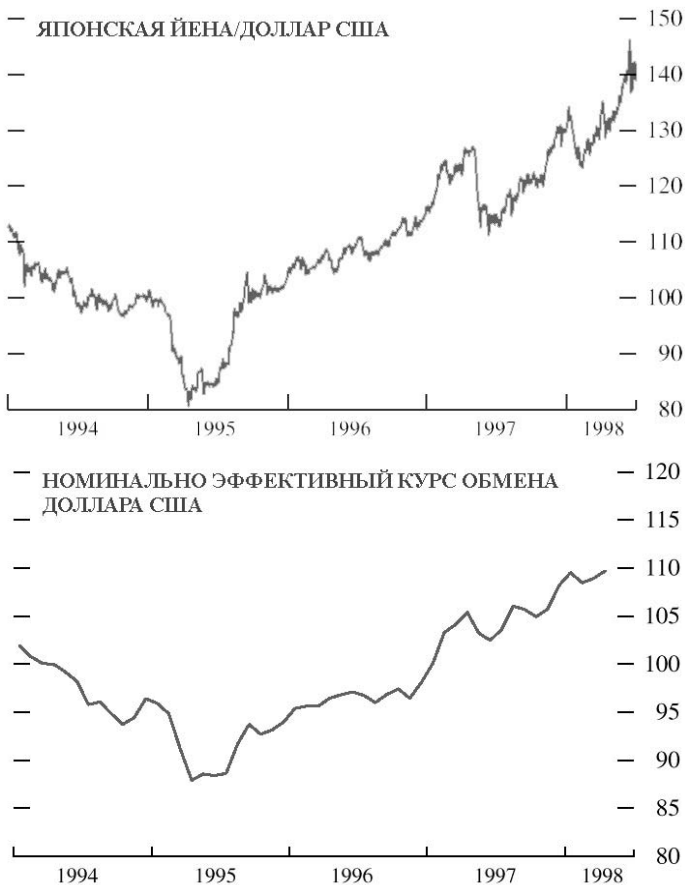
Для японской иены, подъем конкурентоспособности из-за её дальнейшего падения против доллара и валют других ПРС было вообще компенсировано ростом цены иены против других валют азиатского региона.

Среди других основных ПРС, для которых торговля с азиатским регионом составляет значительно меньшую долю от всей торговли, текущее движение в реальных многосторонних курсах в основном отражает динамику обменных курсов против других валют ПРС. Фунт стерлинг усиливался с середины 1997 г. (реальный эффективный курс), достигнув новой высоты за 17 лет, хотя

⁵ Заметим, что индекс потребительских цен не самый лучший показатель динамики цен или издержек в секторе, производящем товары для торговли (*traded-goods sector*), особенно в случае экспорта с высоким содержанием импортного компонента.

реальные эффективные курсы валют основных европейских стран и Канады изменились незначительно.

Рисунок 3.2
Спот-курс и эффективный курс обмена



Источник: Bloomberg Financial Markets L.P.; International Monetary Fund, International Financial Statistics database.

3.4. Перспектива глобальной дефляции

В конце 1997 г. и начале 1998 г. доходность по облигациям в основных ПРС упала до уровней, которых не было с начала 60-х гг. (или, в некоторых случаях, ранее), продолжая снижающийся тренд в течение последних 3-х лет, в то время как в Японии доходность оставалась ближе к историческому низкому уровню, чем в других странах (Рис. 3.3).

Рисунок 3.3



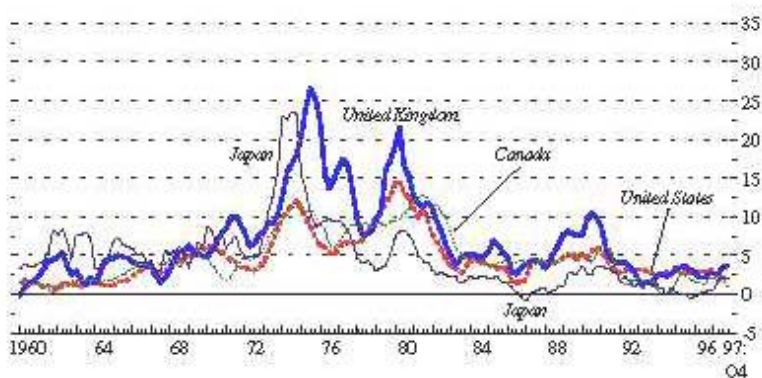
¹ Доходы по правительственным облигациям с 10-летним сроком погашения.

² Взвешенные по паритету покупательной способности ВВП в 1987 г.

Источник: *International Capital Markets. Developments, Prospects, and Key Policy Issues. IMF. September 1998. P. 83*

Обвал доходности отражал уменьшение рыночных ожиданий ближайшего денежного ужесточения. Важный фактор, лежащий в основе снижающегося тренда в доходности бонов - постоянное падение мировой инфляции. Этот тренд продолжился и в 1997 г. со средней инфляцией в основных ПРС, снизившейся до почти 2 % с 2,5 % в 1996 г. (Рис.3.4).

Новой движущей силой после недавнего обвала доходности по бонам было углубление кризиса в Азии, который способствовал широкомасштабному бегству краткосрочного капитала с целью обезопасить себя, также как дальнейшее снижение инфляционных ожиданий.

Рисунок 3.4**Инфляция в некоторых ПРС, годовой %**

Источник.: IMF World Economic Outlook. May, 1998. P.45.

Есть несколько каналов, через которые азиатский кризис сократил инфляционные риски за короткий срок. Во-первых, можно ожидать уменьшение глобального инфляционного давления через ослабление спроса и деловой активности во многих странах. Во-вторых, снижение роста в Азии было важным фактором резкого обвала в начале 1997 г. мировых цен на многие первичные товары, по которым эти страны имеют значительную долю в мировом спросе. В-третьих, значительное обесценение азиатских валют может уменьшить цены в долларах

США на те продукты, по которым эти страны являются важными мировыми поставщиками⁶.

Воздействие азиатского кризиса не затронуло сократившихся глобальных инфляционных ожиданий и существует риск, что мировая экономика может незаметно войти в дефляцию. В дополнение к каналам, отмеченным выше, существуют излишки мощностей в некоторых отраслях, в которых азиатские страны являются важными мировыми производителями как следствие предыдущих излишних инвестиций. Некоторые страны, например Япония, уже столкнулись с угрозой дефляции потребительских цен в обстоятельствах, когда доверие и внутренний спрос очень слабые, что связано со слабостью финансового сектора и резким снижением цен на активы.

При оценке риска глобальной дефляции, важно различать *дефляцию*, устойчивое падение общего уровня цен от *дизинфляции* (disinflation) - снижение темпа инфляции. Дезинфляция была важным достижением макроэкономической политики с начала 80-х г., когда Центральные банки многих стран мира проводили антиинфляционную политику как свою приоритетную цель.

Цены на первичные товары отличаются от цен на промышленные товары и услуги, которые доминируют в общих индексах цен и индекса цен на потребительские товары. Движение цен на первичные товары отличаются большим непостоянством, чем движения общего уровня цен, и было несколько случаев значительных снижений, также как резкого увеличения индекса мировых цен на сырьё с начала 80-х г., хотя инфляция потребительских

⁶ В США такое развитие усиливает тренд с конца 1995 г. через падение импортных цен, т.к. сильный доллар помогает сдерживать давление, которое в противном случае возникнет перед лицом сверхпотенциального роста. Аналогичные эффекты наблюдались в Великобритании после чрезмерного роста фунта с середины 1996 г. и могли бы ощущаться более очевидно в будущем странами со значительным импортом из азиатского региона

цен в продвинутых экономиках устойчиво снижалась (Рис. 3.5).

Рисунок 3.5
Динамика цен в продвинутых экономиках, ежегодный % изменений к уровню предыдущего года



Источник.: IMF World Economic Outlook. May, 1998. P. 47

Случай глобальной дефляции были относительно схожи в XIX и в начале XX вв. Последним таким случаем была Великая Депрессия 1929–33 гг., когда цены в США упали на почти 30 % на фоне широкомасштабного коллапса производства и цен. Хотя множество факторов способствовали Депрессии, общепризнанно, что глобальное денежное сжатие, вызванное ужесточением в основных странах с излишками ПБ, особенно в США и Франции, и распространившееся по всему миру в условиях мировой системы фиксированных обменных курсов, сыграло ключевую роль⁷. С

⁷ См, например, Ben S. Bernanke, "The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach," *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 27 (February 1995), pp. 1–28.

устранением права изменений обменных курсов при золотом стандарте, единственным корректирующим механизмом в странах, столкнувшихся с оттоком резервов, была дефляция через сжатие денежного предложения, тогда как страны с излишками ПБ были способны стерилизовать денежные воздействия через наполнение своих резервов. Результатом было падение мирового денежного предложения и глобальная дефляция.

Эти эффекты были обострены финансовыми кризисами, распространившимися по всему миру в начале 30-х гг. и содействовали значительному падению цен и производства. Центральные банки имели ограниченную возможность (по правилам золотого стандарта) исправлять такие кризисы путем операций: "заимодавец как крайний случай" (*lender-of-last-resort*), а также не придавали особого значения своей роли в предотвращении коллапса банковской системы⁸.

При оценке риска глобальной дефляции в настоящих условиях, очень важно заметить, что мировая экономика и финансовая система существенно отличаются от той, что были во времена Великой Депрессии. Ключевое отличие - переход к системе преимущественно гибких валютных курсов, при которой страны, столкнувшиеся с дефляционными шоками, могут смягчить до некоторой степени их эффекты, позволяя своим валютам обесцениться под влиянием рыночных сил. Этот механизм сыграл важную роль в механизме приспособления самых крупных в мире экономик за последние 25 лет через перераспределение спроса от тех стран, где рост силь-

⁸ Неудача ФРС США обеспечить значительную ликвидность финансовой системы в начале 1930-х было также обусловлено неправильной денежной политикой, так что экспансионистская политика могла вынудить отменить золотой стандарт. См., например, *Milton Friedman and Anna Jacobson Schwartz, A Monetary History of the United States, 1867-1960*, (Princeton, New Jersey: Princeton University Press, 1963); и *Barry Eichengreen, Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939* (New York: Oxford University Press, 1992).

ный — особенно в США и Великобритании—по отношению к Японии и континентальной Европе, где рост был относительно слабым.

Для азиатских кризисных стран стимулы для чистого экспорта путем обесценения валют обеспечили важную поддержку спросу, что компенсировало до некоторой степени дефляционные эффекты кризиса⁹.

Второе важное отличие от начала 30-х гг. в том, что ЦБ и правительства, действующие без принуждения золотого стандарта, имеют больше свободы в проведении своей кредитно-денежной политики, чтобы компенсировать любое неблагоприятное воздействие на спрос в результате кризиса в Азии.

Третье отличие отражает лучшее понимание решающей роли функций Центральных банков как "заёмщиков в крайнем случае" для сохранения ликвидности финансовых рынков при кризисах, а также институциональных структур для наблюдения за финансовыми рынками, которые играют важную роль в повышении эластичности к шокам в продвинутых экономиках.

Четвертое отличие - сейчас существует система глобальной денежной кооперации, которая помогает избегать негативных воздействий политических шагов и способствует финансовой поддержке для проведения корректирующих мер, чтобы свести к минимуму отрицательные эффекты как в странах, так и на международном уровне.

В дополнение к этим важным институциональным отличиям по сравнению с 30-ми годами, перспективы устойчивого умеренного роста мировой экономики также аргумент против любой надвигающейся угрозы глобаль-

⁹ Действительно, страны, которых в большей мере затронул кризис, испытали более высокую инфляцию в дальнейшем. Ценовые эффекты огромного обесценения валют (вместе, в некоторых случаях, с увеличениями налогов и сокращением субсидий) будут больше компенсирующего дефляционного влияния более низкого спроса и снижении цен на активы..

ной дефляции. Внутренний спрос усиливается во множестве продвинутых экономик, обеспечивая важную компенсацию дефляционных эффектов азиатских кризисов. Для некоторых стран умеренное инфляционное давление, связанное с высоким использованием мощностей и высокой конъюнктурой на рынке труда, является очевидным, особенно в секторе услуг, и риск перегрева и большего распространения всплеска инфляции не может быть игнорирован.

Если будет существовать более серьёзный поворот в глобальной деловой активности, чем можно предвидеть сейчас, то распространение ценовой дефляции не окажется основным риском. И если угроза такого поворота увеличивается—скажем, в связи с коррекцией глобальных финансовых рынков - Центральные банки основных стран мира должны иметь значительный размах своей деятельности в проведении денежной политики для ограничения риска снижения активности и, т.о., вероятности глобальной дефляции.