

ГЛАВА 2

ГЛОБАЛЬНЫЙ КОНТЕКСТ И ЗАПАДНАЯ ЕВРОПА

В течение 2001 года западная Европа ощутила значительное ухудшение глобальной экономической конъюнктуры, когда во всех основных регионах мировой экономики произошло существенное торможение экономического роста. В Соединенных Штатах и Японии начался спад. Такая возросшая неопределенность краткосрочных перспектив глобальной экономики на некоторое время еще более возросла из-за терактов 11 сентября. В западной Европе на фоне быстрого ослабления мировой торговли годовой рост реального ВВП в 2001 году снизился до самого низкого с 1993 года уровня, что во многом было вызвано спадом в Германии, стране с самой мощной экономикой в регионе. В 2001 году во всех странах экономический рост за год был меньше, чем в 2000 году. В Соединенных Штатах в течение 2001 года происходило постепенное и существенное ослабление денежно-кредитной политики, дополнявшееся политикой бюджетной экспансии. В западной Европе ЕЦБ и другие центральные банки также реагировали на ослабление сил роста, снижая процентные ставки, однако такие их действия были менее заметными, чем в Соединенных Штатах. В 2001 году бюджетно-финансовая политика в западной Европе была в целом нейтральной.

2.1 Глобальный контекст

і) Общий обзор

В начале 2002 года мировая экономика по-прежнему находилась в крайне ослабленном состоянии. Имеющиеся краткосрочные показатели еще не позволяют с уверенностью сказать, что циклический подъем начался. В последнем квартале 2001 года динамика промышленного производства в промышленно развитых странах продолжала ухудшаться, однако в первые месяцы 2002 года уровень активности, видимо, стабилизировался. В Соединенных Штатах в последнем квартале реальный ВВП несколько подрос, во многом в силу особых факторов, однако в январе снижение производства в обрабатывающей промышленности, вероятно, прекратилось. Наоборот, в зоне евро в последнем квартале 2001 года общая экономическая активность снизилась, в то время как в Японии экономическая ситуация продолжала ухудшаться.

По оценкам, в 2001 году мировое производство выросло лишь на 2,25 процента по сравнению с динамичным ростом на 4,7 процента в 2000 году. Такое замедление оказалось более резким, чем во время двух предыдущих глобальных спадов 1991 и 1982 годов. Снижение экономического роста распространилось на все ведущие страны и регионы, приведя к необычной синхронности международного экономического цикла, не наблюдавшейся с начала 80-

х годов. В условиях быстрого ухудшения ситуации в мировой экономике неожиданную устойчивость продемонстрировали Китай и страны с переходной экономикой восточной Европы и СНГ (диаграмма 2.1.1). Торможение роста глобального производства усугублялось ослаблением спроса на иностранные товары и услуги. Объем мировой торговли товарами в 2001 году переживал застой, тогда как годом ранее он увеличился примерно на 11,5 процента.

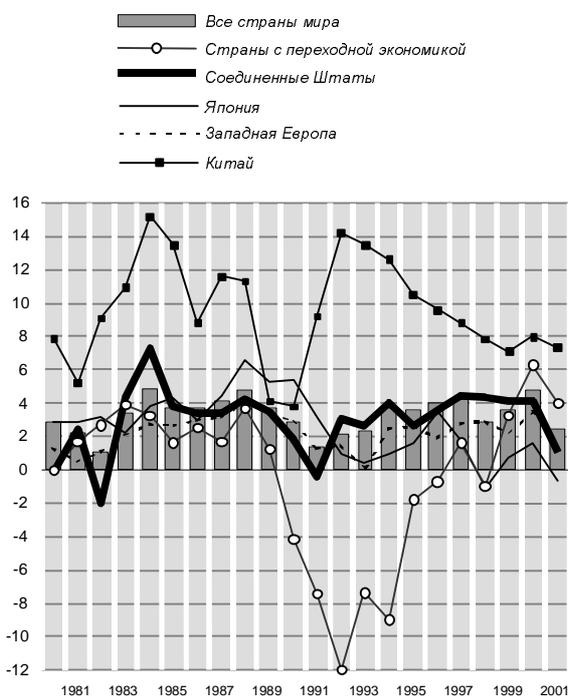
Столь явный переход мировой экономики в понижательную фазу обусловлен рядом факторов, совокупное воздействие которых все больше сбивало темпы экономического роста. Одним из главных факторов стало резкое прекращение экономического бума, прежде всего инвестиционного бума в отрасли информационно-коммуникационной технологии (ИКТ), в Соединенных Штатах во втором полугодии 2000 года. Во второй половине 90-х годов экономика Соединенных Штатов выступала главным локомотивом глобального экономического роста, и когда этот локомотив застопорился, ни западная Европа, ни Япония не сумели нейтрализовать такой негативный спросовый шок³⁸.

Инвестиционный бум в отрасли ИКТ пережил обвал на фоне резкого увеличения незагруженных

³⁸ В 2001 году реальный импорт товаров и услуг Соединенными Штатами сократился на 2,7 процента, при том что в 2000 году он вырос примерно на 13,4 процента. В то же время в 2001 году экспорт упал на 4,6 процента после увеличения на 9,5 процента в 2000 году.

ДИАГРАММА 2.1.1

Годовая динамика реального ВВП в мировой экономике, 1980–2001 годы
(Изменение в процентах к предыдущему году)



Источник: МВФ; Евростат; данные национальной статистики.

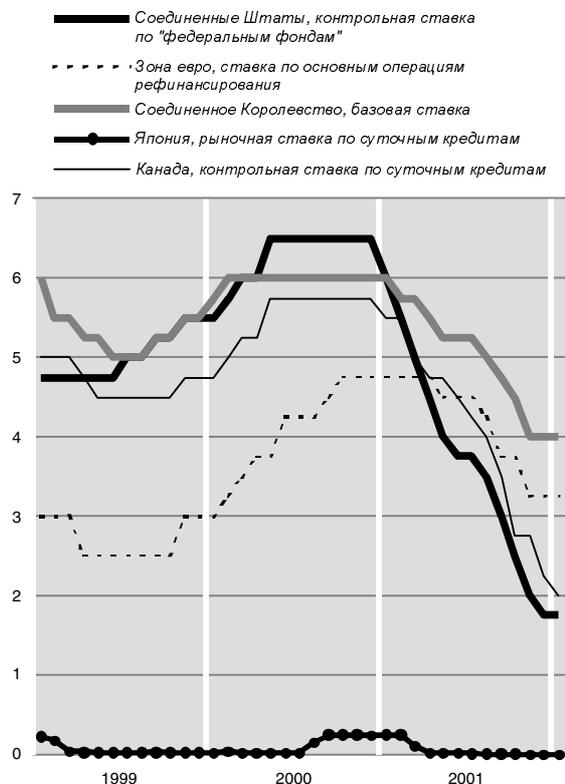
Примечание: Национальный доход (НД) для стран, ранее имевших централизованное плановое хозяйство, за период 1980–1990 годов.

производственных мощностей в обрабатывающей промышленности – что указывает на значительное переинвестирование – и резкого падения прибылей корпораций. Прекращение инвестиционного бума сдуло пузырь на фондовых рынках, который вел к чрезмерному завышению котировок акций компаний, особенно в высокотехнологичном секторе. Связанное с этим существенное снижение стоимости финансовых активов в результате резкого падения фондовых курсов подавляло потребительские расходы. Одновременно снижение курсов акций вело к росту финансовых издержек в корпоративном секторе и стало еще одним фактором, сдерживавшим инвестиции предприятий. Резкое падение спроса на товары ИКТ не ограничивалось Соединенными Штатами, а, наоборот, распространилось на другие регионы глобальной экономики, отчасти отражая сложность международных систем производства этих товаров. Данный фактор во многом спровоцировал глобальный промышленный спад и застой мировой торговли в 2001 году.

Такой спросовый шок последовал сразу же за серьезным шоком в сфере предложения, а именно резким ростом цен на энергоносители в 1999–2000 годах, и был преодолен только во второй половине 2001 года. Рост цен на топливо и энергию ограничивал

ДИАГРАММА 2.1.2

Динамика ключевых официальных процентных ставок в крупнейших промышленно развитых странах, январь 1999 года – февраль 2002 года
(Изменение в процентах за год)



Источник: Европейский центральный банк [www.ecb.int]; Банк Англии [www.bankofengland.co.uk]; Совет Федеральной резервной системы Соединенных Штатов [www.federalreserve.gov]; OECD, *Main Economic Indicators* (различные выпуски); Банк Канады [www.bank-banque-canada.ca].

реальные располагаемые доходы домохозяйств, а следовательно, и спрос на неэнергетические товары и услуги, что оказывало отрицательное воздействие на внутреннюю экономическую активность³⁹. Кроме того, в условиях активной конкуренции предприятия должны были покрывать рост цен на энергию за счет снижения прибыли, что, в свою очередь, сказалось на инвестициях предприятий. Кроме того, отсроченное воздействие ужесточения в 1999 году – первой половине 2000 года денежно-кредитной политики в большинстве промышленно развитых стран, призванное ослабить нажим инфляции (диаграмма 2.1.2), усугубило эти тенденции.

В результате в 2001 году происходило все большее замедление глобального экономического роста и по всем промышленно развитым странам реальный ВВП падал после первого квартала 2001 года три квартала подряд (таблица 2.1.1). Федеральная резервная система Соединенных Штатов быстро

³⁹ В западной Европе к этому добавился рост продовольственных цен, связанный с болезнями животных.

прореагировала на заметное ослабление экономического роста, и ее примеру последовали другие ведущие центральные банки. Европейский центральный банк (ЕЦБ) начал снижать процентные ставки только в мае 2001 года.

ТАБЛИЦА 2.1.1

**Поквартальные изменения реального ВВП
семи крупнейших стран, IV кв. 2000 года – 2001 год
(Изменение в процентах к предыдущему кварталу)**

	2000		2001		
	IV кв.	I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.
Франция	1,0	0,4	0,2	0,5	-0,1
Германия	0,2	0,4	–	-0,2	-0,3
Италия	0,8	0,8	–	0,1	-0,2
Соединенное Королевство	0,6	0,7	0,5	0,5	0,2
Канада	0,4	0,3	0,2	-0,1	0,5
Соединенные Штаты	0,5	0,3	0,1	-0,3	0,3
Япония	0,3	1,0	-1,2	-0,5	-1,2
Итого	0,5	0,5	-0,1	-0,2	-0,1
<i>Для справки:</i>					
<i>Зона евро</i>	<i>0,6</i>	<i>0,5</i>	<i>0,1</i>	<i>0,2</i>	<i>-0,2</i>
<i>Европейский союз</i>	<i>0,6</i>	<i>0,5</i>	<i>0,1</i>	<i>0,2</i>	<i>-0,1</i>
<i>Западная Европа^a</i>	<i>0,6</i>	<i>0,5</i>	<i>0,1</i>	<i>0,2</i>	<i>-0,1</i>
Итого, промышленно развитые страны^b	0,5	0,5	-0,1	-0,1	-0,1

Источник: Данные национальной статистики, Евростат, база данных "New Cronos".

^a Европейский союз плюс Норвегия и Швейцария.

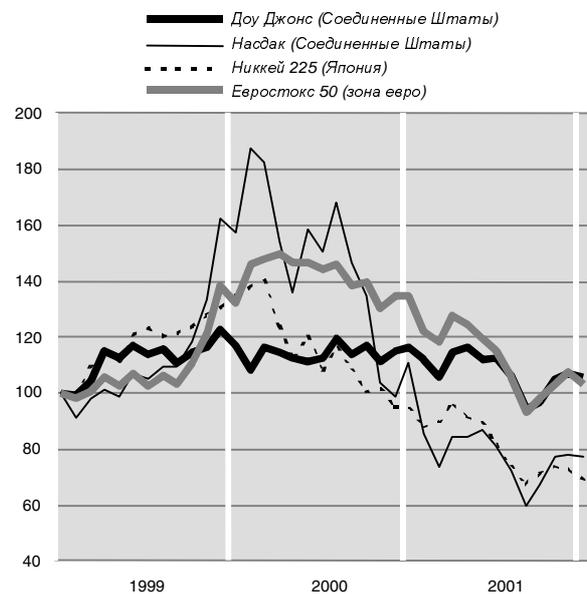
^b Западная Европа, Северная Америка и Япония.

Сразу после терактов 11 сентября в Соединенных Штатах сильно упали котировки акций на международных фондовых рынках. Это было обусловлено как общим ростом неопределенности, так и ожиданиями более затяжного циклического замедления. Однако с октября курсы акций вновь стали расти, поскольку стало ясно, что экономические последствия терактов будут более ограниченными, чем этого первоначально опасались, а ожидания, касающиеся краткосрочных экономических перспектив, стали более позитивными. В конце 2001 года курсы акций в Соединенных Штатах и западной Европе более или менее вернулись на уровень середины 2001 года, хотя и были на 10–20 процентов ниже, чем в январе 2001 года (диаграмма 2.1.3). Падение котировок акций привело к существенному снижению стоимости финансовых активов домохозяйств⁴⁰, и, вероятно, это стало одним из факторов замедления роста расходов домохозяйств в промышленно развитых странах в 2001 году. В начале

⁴⁰ В Соединенных Штатах снижение курсов акций в первые три квартала 2001 года привело, по оценкам, к уменьшению стоимости имущества домохозяйств примерно на 3,5 трлн. долл., или 8,25 процента совокупной стоимости имущества домохозяйств. Однако такие потери были отчасти компенсированы ростом котировок акций в последнем квартале 2001 года. Board of Governors of the Federal Reserve System, *Monetary Policy Report to the Congress*, 27 February 2002, p. 25 [www.federalreserve.gov].

ДИАГРАММА 2.1.3

**Международные курсы акций,
январь 1999 года – январь 2002 года
(Индексы, январь 1999 = 100)**



Источник: Financial Forecast Center [www.forecasts.org] и Stoxx [www.stoxx.com].

Примечание: Среднемесячный индекс.

2002 года глобальные курсы акций поддерживались ожиданиями экономического подъема в Соединенных Штатах с соответствующим позитивным эффектом в западной Европе и других ведущих регионах. Несмотря на крупное падение курсов акций по сравнению с рекордным уровнем 2000 года, показатели отношения цены акции к доходу на нее оставались на высоком уровне, что во многом отражало имевшиеся у инвесторов ожидания быстрого восстановления высокого роста доходности. Хотя в Европе динамика курсов акций в основном следовала за изменениями в Соединенных Штатах, в Японии она тормозилась сохраняющимися дефляционными тенденциями и необходимостью сброса банками акций других компаний. В январе 2002 года японские курсы акций вновь подверглись понижительному нажиму и упали до самого низкого за 18 лет уровня. После этого они несколько выросли, отчасти в результате мер правительства, пытавшегося предотвратить чрезмерное падение.

Задним числом стало яснее, что к моменту терактов 11 сентября экономика Соединенных Штатов и глобальная экономика уже находились в довольно неустойчивом состоянии. Краткосрочные экономические показатели, опубликованные до терактов, уже указывали на то, что замедление будет продолжаться дольше, чем ранее предполагалось во многих прогнозах. На этом фоне теракты вызвали глубокий психологический шок, который не только усилил ощущение небезопасности, но и вызвал эрозию

уверенности предпринимателей и потребителей в их краткосрочных перспективах⁴¹.

Такие более пессимистичные перспективы усилили выжидательное отношение к более крупным проектам расходов и негативные последствия терактов на активность в таких отраслях, как авиаперевозки и туризм. Ввиду масштабов экономики Соединенных Штатов прямые экономические последствия терактов были довольно ограничены. Нарушения на финансовых рынках были непродолжительными и резкое падение котировок на международных фондовых рынках в период после терактов было в большей или меньшей степени компенсировано к середине октября 2001 года. Кроме того, уверенность помогла восстановить быстрая реакция Федеральной резервной системы и других ведущих центральных банков, предоставивших ликвидность для обеспечения функционирования финансовых рынков в течение нескольких дней после терактов. Дополнительную поддержку оказал чрезвычайный фискальный пакет на общую сумму 40 млрд. долл., составленный администрацией Соединенных Штатов для предоставления помощи и преодоления других последствий терактов, таких как необходимость повышения безопасности в аэропортах.

Ярко выраженное циклическое замедление в Соединенных Штатах и других промышленно развитых странах оказало существенное негативное воздействие на экономическую динамику формирующихся рынков и других развивающихся стран. Это воздействие передавалось главным образом по каналам международной торговли. Резко замедлился рост экспорта развивающихся стран, что было вызвано ослаблением спроса на сырье и товары и услуги ИКТ.

В 2001 году приток частного капитала на формирующиеся рынки упал до примерно 115 млрд. долл., со 169 млрд. долл. годом ранее⁴². Во многом это было вызвано оттоком капитала из Аргентины и Турции, оказавшихся в глубоком экономическом и финансовом кризисе. Приток частных средств на другие формирующиеся рынки также несколько сократился. Возросшая антипатия международных инвесторов к риску, примечательным отражением которой стало "бегство

к качеству" после сентябрьских терактов, привела к росту рискованной маржи по кредитам на многих формирующихся рынках. Последствия этого для ведущих восточноевропейских стран были второстепенными и временными⁴³.

Углублявшийся экономический, социальный и политический кризис в Аргентине во второй половине 2001 года вылился в конце 2001 года – начале 2002 года в фактический дефолт правительства по внешнему долгу страны в 155 млрд. долл. (крупнейший дефолт за всю историю) и прекращение валютного управления на основе привязки песо к доллару с 1991 года. Была введена система двойного валютного курса, однако вскоре ее оставили в связи с переходом на плавание песо, что привело к резкому падению курса национальной валюты по отношению к доллару – примерно на 50 процентов в конце февраля 2002 года.

Аргентинский кризис обнаружил взаимодействие множества факторов. Когда во второй половине 90-х годов происходило удорожание доллара по отношению ко всем основным валютам, привязка к доллару вела ко все большему завышению курса песо. Это снижало ценовую конкурентоспособность и сдерживало рост экспорта. Ситуация обострилась, когда Бразилия, один из крупнейших торговых партнеров страны, ввела плавающий курс своей валюты, реала, что привело к резкому обесценению последнего в начале 1999 года. Кроме того, продолжающееся с 1996 года снижение мировых цен на сельскохозяйственное сырье и переход в 2001 году мировой экономики в понижательную фазу цикла также выступали факторами, подавлявшими экспортные поступления и внутреннюю экономическую активность. На этом фоне реальный ВВП, снижавшийся с 1999 года, сократился в 2001 году по крайней мере на 5 процентов. Снижение экономической активности сопровождалось падением цен и заработной платы, однако его оказалось недостаточно для восстановления конкурентоспособного реального валютного курса. Усиливающийся спад экономики страны в сочетании с дефляцией вызвал сокращение налоговой базы и привел к росту государственного долга, финансирувавшемуся за счет зарубежных займов. Задержка в проведении фискальных реформ вызывала все большую эрозию уверенности финансовых рынков, а тем самым и отток капитала и резкий рост рискованной маржи страны⁴⁴, что во второй половине 2001 года фактически отрезало Аргентину от международных рынков капитала. Углублявшийся экономический кризис подорвал доверие к валютному управлению и привел к массовому изъятию вкладчиками своих средств в банках, в ответ на что в декабре 2001 года правительство ввело меры контроля за движением капитала, установив месячный потолок на изъятие банковских вкладов. Эти меры лишь усугубили политический кризис и привели к бурным протестам населения.

⁴¹ ЕЭК ООН, *Обзор экономического положения Европы, 2001 год*, № 2, раздел 1.3 ii).

⁴² Institute of International Finance, Inc. (IIF), *Capital Flows to Emerging Market Economies* (Washington, D.C.), January 2002 [www.iif.com].

⁴³ BIS, "International banking and financial market developments", *BIS Quarterly Review* (Basel), December 2001, p. 10.

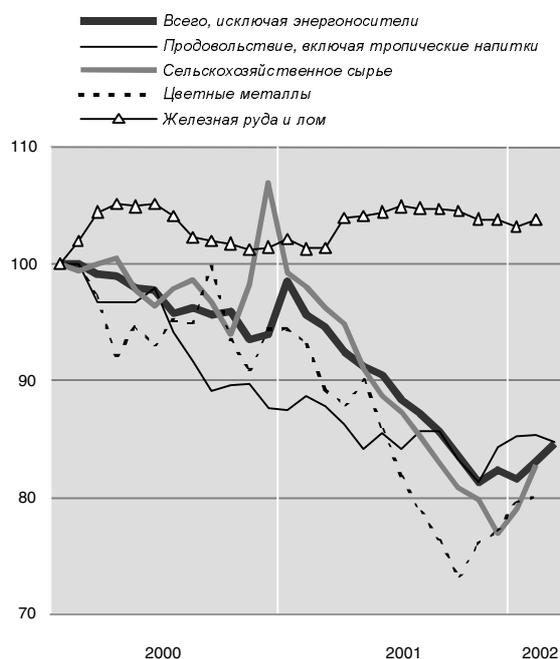
⁴⁴ В декабре 2001 года разрыв в ставках по зарубежным облигационным займам Аргентины составил 5500 базисных пунктов (55 процентных пунктов) против 700 базисных пунктов (7 процентных пунктов) в январе того же года.

Аргентинский кризис не слишком сильно затронул другие формирующиеся рынки⁴⁵. Большинство инвесторов, пожалуй, предвидели такой итог, скорректировав свои портфели за счет снижения доли своих вложений в бумаги Аргентины и других рынков, казавшихся рискованными. Еще один фактор – то, что общий потенциальный риск инвесторов на формирующихся рынках в 2001 году был относительно низким по сравнению с уровнями азиатского кризиса 1997 года. Кроме того, отход многих формирующихся рынков от жестких режимов валютного курса позволил им справиться с последствиями глобального циклического замедления, поскольку, допустив коррекцию валютного курса, они смогли избежать разбухания внешнего долга⁴⁶. Однако опасность распространения кризисов в будущем нельзя исключать: многое будет зависеть от развития событий в экономике и финансах Аргентины и особенно от того, как в конечном счете будет урегулирован дефолт по внешнему долгу.

В Латинской Америке побочные последствия затяжного кризиса в Аргентине в первую очередь почувствовала Бразилия. Опасения возможных последствий распространения кризиса привели к временному сильному понижительному нажиму на национальную валюту, реал, и увеличению надбавки за риск по этой стране. Последовавшее затем ужесточение денежной политики усугубило негативное воздействие энергетического кризиса в стране на внутреннюю активность, однако к концу 2001 года валютный курс выправился и спред по ставкам заимствования уменьшился. За год в целом было достигнуто небольшое увеличение реального ВВП на 1,5 процента. Разъединение от событий в Аргентине также проявилось в отсутствии каких-либо последствий девальвации аргентинской валюты. В Мексике, другой крупной стране региона, застой экономической активности в 2001 году был вызван ее тесными торговыми связями с Соединенными Штатами. По всей Латинской Америке прирост в 2001 году оценивается в 0,5 процента, заметно меньше 4,1 процента в 2000 году⁴⁷.

Восточноазиатские формирующиеся рынки в первую очередь испытали удар спада в глобальной отрасли ИКТ в силу большой доли этих товаров в их совокупном экспорте. К тому же затянувшийся экономический кризис в Японии подавлял спрос на импорт из других стран региона. Тем не менее большинство этих стран в 2001 году по-прежнему имели актив по текущим операциям. Продолжение высокого экономического роста в Китае резко выделяется на общем фоне заметного ослабления

ДИАГРАММА 2.1.4
Мировые сырьевые цены,
январь 2000 года – февраль 2002 года
(Индексы, январь 2000 = 100)



Источник: Гамбургский институт экономических исследований (ГИЭИ).

Примечание: Индексы рассчитаны на основе текущих долларовых цен, взвешенных по товарному экспорту промышленно развитых стран.

экономической активности в других странах региона⁴⁸. Тем не менее в последние годы темпы роста здесь снижались (диаграмма 2.1.1), и для поддержания экономической активности правительство предприняло серьезные меры налогового стимулирования.

Явное торможение мировой экономики в 2001 году привело к ослаблению спроса на мировых сырьевых рынках и дальнейшему выраженному снижению цен (диаграмма 2.1.4). Однако падение цен, по-видимому, прекратилось в последние месяцы 2001 года, а по некоторым видам сырья цены даже выросли. В январе 2002 года долларовые цены на неэнергетическое сырье были примерно на 13 процентов ниже, чем годом ранее⁴⁹.

В первые восемь месяцев 2001 года цена на сырую нефть (марки "Брент") с немедленной поставкой колебалась в районе 26 долл. за баррель, однако после 11 сентября и появления более

⁴⁵ См. главу 3.1 v).

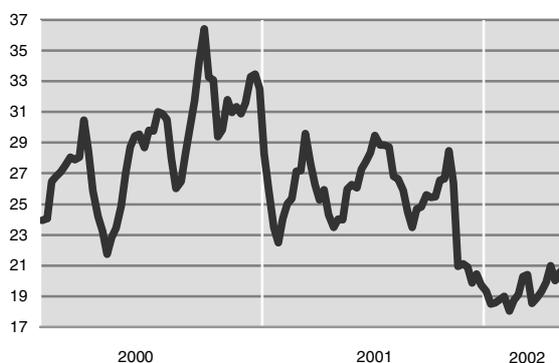
⁴⁶ BIS, op. cit., p. 12.

⁴⁷ ECLAC, *Preliminary Overview of the Economies of Latin America and the Caribbean 2001* (Santiago), December 2001 [www.eclac.org].

⁴⁸ Однако имеются сомнения относительно точности официальной статистики. Рассмотрение нынешнего состояния китайской статистики см. T. Rawski, W. Xiao, "Roundtable on Chinese economic statistics: introduction", *China Economic Review*, Vol. 23, No. 4, 2001. В этом выпуске имеется 10 статей, охватывающих многие области статистики.

⁴⁹ Долларовый индекс ГИЭИ (Гамбургского института экономических исследований). За тот же период соответствующий индекс в евро снизился на 8 процентов.

ДИАГРАММА 2.1.5
Цены на сырую нефть,
январь 2000 года – февраль 2002 года
(Долларов за баррель)



Источник: United States Department of Energy, *Weekly Status Petroleum Report* (Washington, D.C.), различные выпуски [www.eia.doe.gov].

Примечание: Спотовая цена на "Брент", средняя за неделю.

пессимистических оценок краткосрочных перспектив мировой экономики она резко упала. Рост мирового спроса на нефть в 2001 году был самым низким с 1985 года. С осени 2001 года цены на нефть колебались в диапазоне 18–21 долл. за баррель (диаграмма 2.1.5), самом низком уровне с середины 1999 года, ниже ценового коридора 22–26 долл. за баррель, установленного ОПЕК для ее корзины сортов сырой нефти⁵⁰. В условиях падения спроса и низких цен ОПЕК пошла на дальнейшее сокращение квот на добычу, начиная с января 2002 года, и этому способствовало сокращение экспорта или производства некоторыми нефтедобывающими странами – нечленами ОПЕК. Это было четвертое подряд сокращение добычи, согласованное членами ОПЕК менее чем за год, и в результате общее снижение намеченного объема производства должно составить почти 20 процентов.

За пределами международных нефтяных рынков производители металлов также реагировали на значительное превышение предложения над спросом, сократив добычу руды и выплавку металла, что помогло стабилизировать цены в последнем квартале 2001 года. Сохраняющийся избыток предложения по-прежнему оказывал понижающее давление на цены сельскохозяйственного и промышленного сырья, причем цены на каучук и хлопок достигли самого низкого уровня за, соответственно, два и три десятилетия.

ii) Северная Америка

⁵⁰ Справочная цена "spot" за корзину ОПЕК несколько ниже спотовой цены нефти "Брент", однако их изменения тесно связаны друг с другом.

В Соединенных Штатах во втором – третьем кварталах 2001 года реальный ВВП сократился. В этот период на экономической активности, безусловно, сказались отрицательные последствия терактов 11 сентября для потребительских и предпринимательских расходов, однако имеющаяся статистика не позволяет дать количественной оценки той части расходов, которые были понесены после сентябрьских событий⁵¹. В конце ноября 2001 года Комитет по датированию экономического цикла Национального бюро экономических исследований (НБЭИ) объявил, что пик деловой активности уже был достигнут в марте 2001 года, что равнозначно началу спада⁵². Это означает, что экономический рост, начавшийся в марте 1991 года, завершился ровно через 10 лет⁵³. Это – самый длительный период роста в хронологии экономического цикла НБЭИ, которая ведется с 1854 года.

Вопреки широко распространенным ожиданиям, в последнем квартале 2001 года дальнейшего снижения реального ВВП не произошло. Наоборот, экономическая активность подросла на 0,3 процента, таким образом выправив падение совокупного производства в третьем квартале (таблица 2.1.1). По сравнению с тем же кварталом 2001 года ВВП в четвертом квартале был выше на 0,4 процента, и столь малая величина роста во многом обусловлена фактическим застоём совокупного внутреннего спроса (диаграмма 2.1.6).

Увеличение реального ВВП в последнем квартале 2001 года отражает главным образом резкий рост расходов домохозяйств на автомобили, стимулировавшийся большими скидками и выгодными системами продажи в кредит, предлагавшимися автомобильными компаниями. В связи с этим, вероятно, многие домохозяйства решили не откладывать покупку до 2002 года, и в первые месяцы 2002 года можно ожидать снижения спроса на автомобили. Кроме того, расходы домохозяйств и

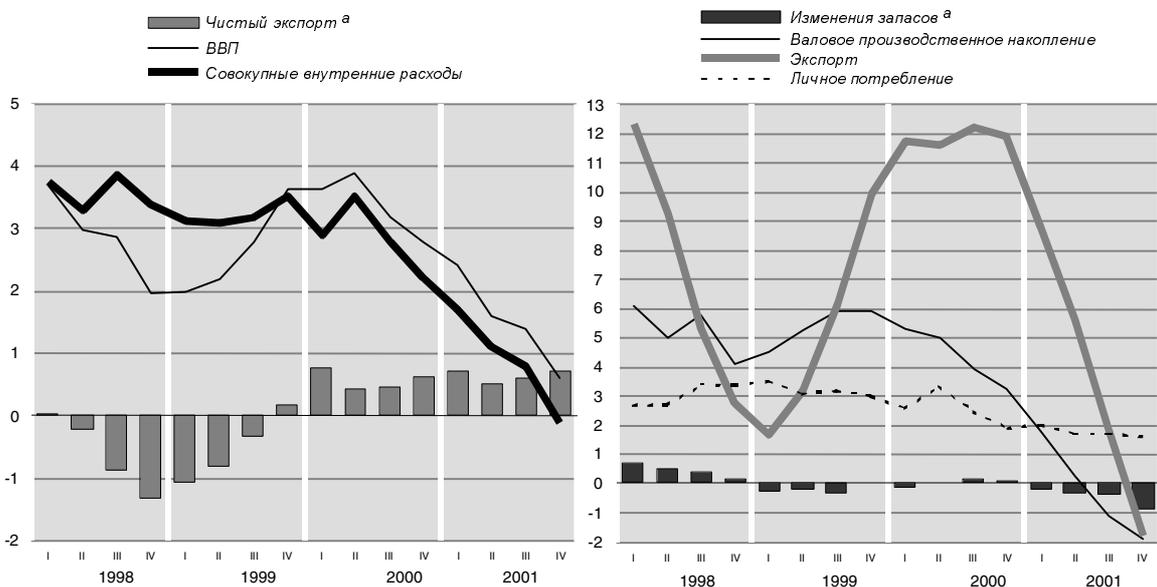
⁵¹ Бюро экономического анализа (БЭА) оценивает приблизительную стоимость имущества, разрушенного в результате терактов 11 сентября, в 15,5 млрд. долларов, или несколько менее 0,2 процента годового ВВП в 2001 году. Следует отметить, что такой материальный ущерб не оказал прямого немедленного воздействия на реальный ВВП, поскольку последний измеряет производство товаров и услуг в данный период. BEA, *The Terrorist Attacks of September 11th as Reflected in the National Income and Product Accounts* (Washington, D.C.), November 2001 [www.bea.gov].

⁵² NBER, *The Business Cycle Peak of March 2001*, 26 November 2001 [www.nber.org].

⁵³ НБЭИ основывает свою датировку экономического цикла на ряде месячных показателей, а не на совокупном ВВП, который публикуется только на поквартальной основе. Рассматриваются следующие четыре самых важных показателя: занятость в совокупной экономике, промышленное производство, объем продаж в обрабатывающей промышленности и торговле, а также текущие реальные личные доходы минус трансферты. НБЭИ определяет спад как существенное снижение активности, распространившееся по всей экономике и продолжающееся дольше нескольких месяцев. Отметим, что другое широко используемое определение спада – снижение реального ВВП за два квартала подряд. Согласно последнему определению, в 2001 году спада в Соединенных Штатах не было.

ДИАГРАММА 2.1.6

Поквартальная динамика реального ВВП и основных компонентов расходов
в Соединенных Штатах, 1998–2001 годы
(Изменение в процентах к тому же периоду предыдущего года)



Источник: Бюро экономического анализа (Вашингтон) [www.bea.gov].

^a Вклад в темпы роста (процентных пунктов).

далее поддерживались высокой динамикой расходов на мебель и бытовую технику, что вызвано по-прежнему высоким объемом продаж новых домов. Бум расходов поддерживался скачком роста потребительского кредита и резким падением нормы личных сбережений, составившей в последнем квартале 2001 года 0,4 процента личного располагаемого дохода по сравнению с 3,8 процента в предыдущем квартале. Сбережения домохозяйств существенно выросли в третьем квартале в результате возврата налогов и снижения ставок нескольких налогов в соответствии с законом об экономическом росте и выверке налогов 2001 года⁵⁴. Кроме того, реальные располагаемые доходы домохозяйств выросли в результате падения цен на топливо и энергию и получения дополнительных ликвидных средств благодаря финансированию закладных по более низким ставкам, что стало возможным из-за ослабления денежной политики после терактов. Однако эти факторы отчасти сводились на нет воздействием снижения занятости на рост совокупных личных доходов. Резкое падение потребительской уверенности в сентябре–октябре прекратилось в ноябре 2001 года и впоследствии было отчасти выровнено. В январе 2002 года потребительская уверенность восстановилась на

уровне сентября 2001 года, однако даже этот уровень был самым низким с марта 1996 года (диаграмма 2.1.7). Кроме того, в последнем квартале 2001 года резко выросли государственные расходы, что во многом было вызвано выделением дополнительных средств для расчистки завалов после терактов в Нью-Йорке, а также на цели безопасности и обороны.

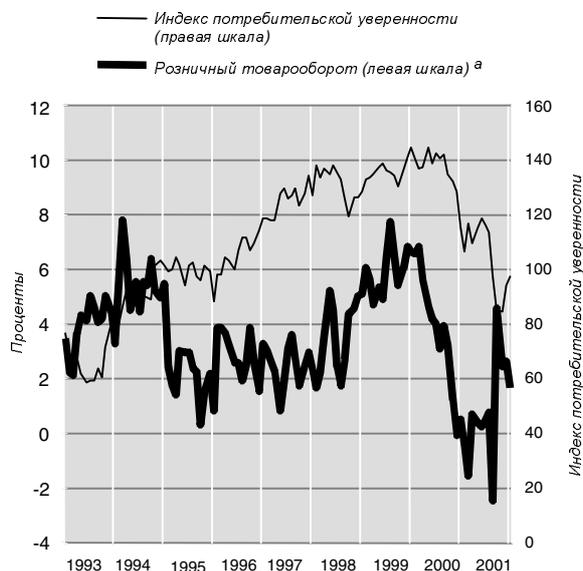
Однако то существенное воздействие, которое совокупные расходы на конечное потребление оказали в последнем квартале 2001 года на внутренний спрос, было почти полностью сведено на нет снижением частных инвестиций. На фоне падения прибыли, значительной незагрузки мощностей и уменьшения курсов акций предпринимательский сектор продолжал сокращать расходы на оборудование и здания и сооружения. Однако резкое падение расходов на оборудование информатики и программное обеспечение в период первых трех кварталов 2001 года, по-видимому, прекратилось: в последнем квартале 2001 года реальные расходы на компьютеры выросли по сравнению с предыдущим кварталом, хотя и были на 10 процентов меньше, чем годом ранее. В последнем квартале несколько снизились вложения в жилье, однако эти расходы оставались в течение 2001 года сравнительно высокими благодаря возможным ставкам ипотечного кредита.

В последнем квартале рост производства существенно тормозился сбросом запасов в предпринимательском секторе. Таким образом, уже шестой квартал подряд сокращение запасов негативно

⁵⁴ По оценке, в результате возврата налогов и уменьшения предельных ставок налогов обязательства по подоходному налогу уменьшились на 44 млрд. долл. (или 0,6 процента годовых личных располагаемых доходов в 2001 году) и 52 млрд. долл. в 2002 году. *Economic Report of the President, Transmitted to the Congress February 2002* (Washington, D.C.), 2002, p. 44 [www.whitehouse.gov/cea/pubs.html].

ДИАГРАММА 2.1.7

Потребительская уверенность и розничный товарооборот
в Соединенных Штатах,
январь 1993 года – январь 2002 года
(Индекс, изменение в процентах)



Источник: The Conference Board (New York) [www.conference-board.org]; Federal Reserve Bank of St. Louis [www.stls.frb.org].

^a Изменение в процентах к тому же периоду предыдущего года (трехмесячное скользящее среднее).

ДИАГРАММА 2.1.8

Объем выпуска и загрузка мощностей в обрабатывающей
промышленности Соединенных Штатов,
январь 1997 года – январь 2002 года
(Индекс, проценты)



Источник: Совет Федеральной резервной системы Соединенных Штатов [www.federalreserve.gov].

ТАБЛИЦА 2.1.2

Динамика реального ВВП и основных составляющих
расходов в Соединенных Штатах, 2000–2001 годы
(Изменение в процентах к предыдущему году,
процентные пункты)

	Изменение в процентах к предыдущему году		Вклад в рост ^a	
	2000	2001	2000	2001
Личное потребление.....	4,8	3,1	3,3	2,1
Государственные расходы ^b	2,7	3,6	0,5	0,6
Вложения в основной капитал ^c	7,6	-1,9	1,4	-0,4
Запасы.....	..	..	-0,1	-1,2
Совокупные внутренние расходы.....	4,8	1,1	5,0	1,1
Чистый экспорт.....	..	..	-0,9	-0,1
Экспорт товаров и услуг.....	9,5	-4,6	1,1	-0,6
Импорт товаров и услуг.....	13,4	-2,7	-2,0	0,4
ВВП в рыночных ценах.....	4,1	1,2	4,1	1,2

Источник: Данные национальной статистики.

^a Процентные пункты.

^b Совокупные государственные расходы (на потребление и накопление).

^c Только частный сектор.

сказывалось

на росте: в итоге из-за сокращения запасов рост реального ВВП в 2001 году уменьшился примерно на 1,2 процентного пункта. Это демонстрирует существенный прогресс, достигнутый корпоративным сектором в сбросе избыточных товарных запасов, и

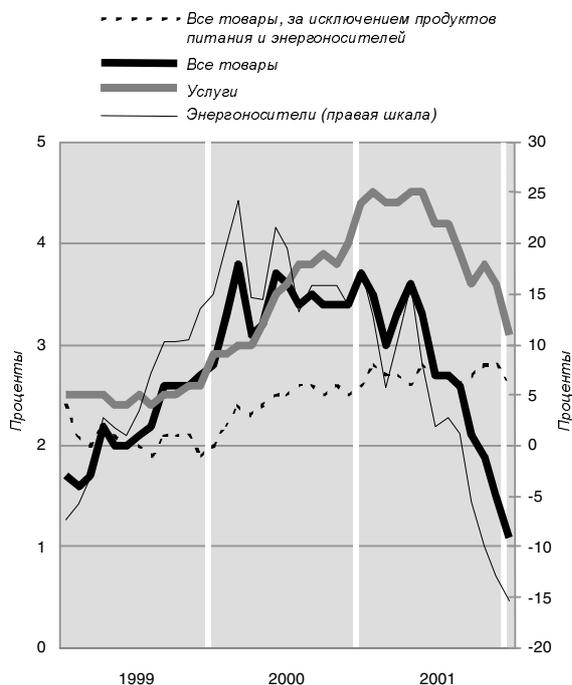
позволяет предположить, что низшая точка цикла движения запасов уже достигнута или даже пройдена. Реальный экспорт товаров и услуг по-прежнему сдерживался вялым иностранным спросом и устойчиво высоким курсом доллара. Хотя вялый внутренний спрос привел к дальнейшему снижению реального импорта, изменение реального чистого экспорта оказало негативное воздействие на общий экономический рост в последнем квартале 2001 года.

За весь год реальный ВВП вырос на 1,2 процента, самый низкий прирост с 1991 года, когда он сократился на 0,5 процента. Среднее увеличение реального ВВП в 2001 году было полностью вызвано ростом личных и государственных расходов на потребление, хотя в значительной мере такой рост сводился на нет падением инвестиций и экспорта. В 2001 году, впервые с 1983 года, произошло снижение объема экспорта товаров и услуг. Однако изменение реального чистого экспорта в меньшей степени подавляло внутреннюю активность, чем в 2000 году (таблица 2.1.2).

В декабре 2001 года производство в обрабатывающей промышленности сократилось пятнадцатый месяц подряд, однако в январе 2002 года оно оставалось на прежнем уровне. За весь год по сравнению с 2000 годом снижение составило 4,4 процента. В 2001 году вялые инвестиции вызвали резкое замедление роста обрабатывающих мощностей,

ДИАГРАММА 2.1.9

Потребительские цены в Соединенных Штатах,
январь 1999 года – январь 2002 года
(Изменение в процентах к тому же месяцу
предыдущего года)



Источник: Бюро статистики труда Соединенных Штатов (Вашингтон) [www.bls.gov].

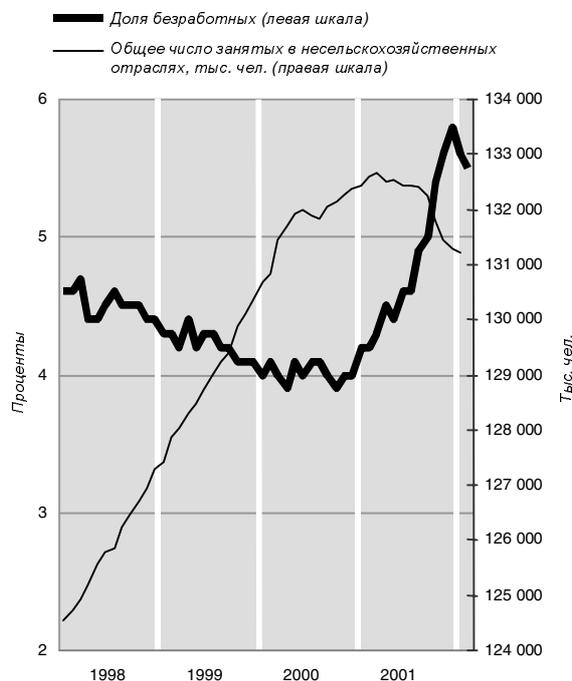
Примечание: Среднее по городам Соединенных Штатов. С поправкой на сезонные колебания.

однако избыток мощностей по-прежнему весьма велик. Загрузка мощностей уменьшалась на протяжении всего 2001 года, составив в январе 2002 года около 73 процентов, примерно на 8 процентных пунктов ниже среднего показателя за период 1967–2000 годов (диаграмма 2.1.8). Эта средняя цифра не дает представления о гораздо более низком уровне загрузки мощностей в высокотехнологичных производствах – около 60 процентов.

В таких условиях вялой экономической активности произошло заметное ослабление инфляционного нажима. В последнем квартале 2001 года дефлятор ВВП несколько снизился по сравнению с предыдущим кварталом, увеличившись за весь год примерно на 2,2 процента. Темпы роста потребительских цен сократились до всего лишь 1,6 процента в декабре 2001 года по сравнению с прежней высшей отметкой в 3,6 процента в мае 2001 года. Декабрьская цифра в основном отражает существенное падение цен на энергоносители для конечного использования, в свою очередь вызванное низкими ценами на нефть и газ на мировых товарных рынках. Базовая инфляция (без учета цен на продукты питания и энергоносители) на протяжении 2001 года оставалась примерно одинаковой, достигнув

ДИАГРАММА 2.1.10

Занятость и безработица в Соединенных Штатах,
январь 1998 года – февраль 2002 года
(Тыс. человек, в процентах от численности гражданской
рабочей силы, с поправкой на сезонные колебания)



Источник: Бюро статистики труда Соединенных Штатов (Вашингтон) [www.bls.gov].

2,7 процента в декабре. За весь год базовая инфляция составила 2,6 процента, несколько выше 2,4 процента в 2000 году (диаграмма 2.1.9).

В 2001 году произошло существенное ухудшение конъюнктуры рынков труда. Численность работников по найму в несельскохозяйственных отраслях за 12 месяцев по январь 2002 года снизилась более чем на 1,2 млн. человек. Больше всего рабочих мест было потеряно в обрабатывающей промышленности, в то время как рост занятости в сфере услуг существенно снизился. На протяжении 2001 года росла доля безработных; в январе 2002 года она несколько снизилась до 5,6 процента, оставаясь, однако, выше, чем в январе 2001 года (4,2 процента) (диаграмма 2.1.10).

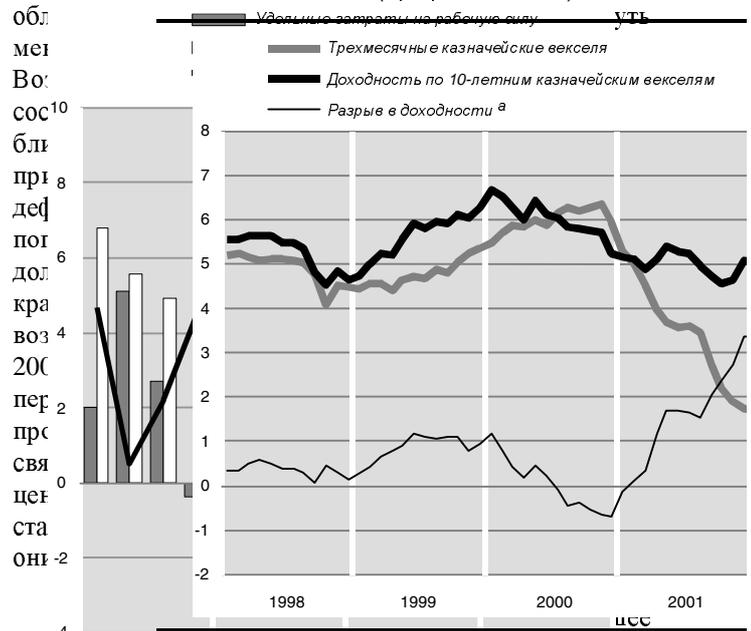
Ослабление спроса на рабочую силу проявилось в заметном замедлении роста расходов на рабочую силу (почасовой оплаты труда) в ходе 2001 года. Кроме того, наблюдалось заметное оживление роста производительности труда (в результате значительного сброса избыточной рабочей силы) в последнем квартале 2001 года, что привело к снижению удельных издержек на оплату труда в четвертом квартале против уровня предыдущего квартала (диаграмма 2.1.11). За весь год прирост производительности труда снизился до 1,8 процента против 3,3 процента в 2001 году. Это обусловлено запаздывающей адаптацией часовой

отработки к изменениям в объеме выпуска. Замедление динамики производительности, в сочетании с ростом почасовой оплаты почти на 6 процентов, привело к увеличению среднегодовых удельных издержек на рабочую силу почти на 4 процента в 2001 году и сдавливанию нормы прибыли.

Внешние дефициты уменьшились лишь ненамного. Дефицит в торговле товарами сократился в 2001 году до 427 млрд. долл., или 4,2 процента ВВП, против 4,6 процента в 2000 году. Стоимость экспорта и импорта уменьшилась, что было во многом вызвано обвисанием экспортно-импортной торговли инвестиционными товарами, вызванным, в свою очередь, циклической чувствительностью инвестиций в Соединенных Штатах. Дефицит по текущим операциям снизился в 2001 году до примерно 415 млрд. долл., или 4,1 процента ВВП, по сравнению с порядка 445 млрд. долл., или 4,5 процента ВВП, в 2000 году.

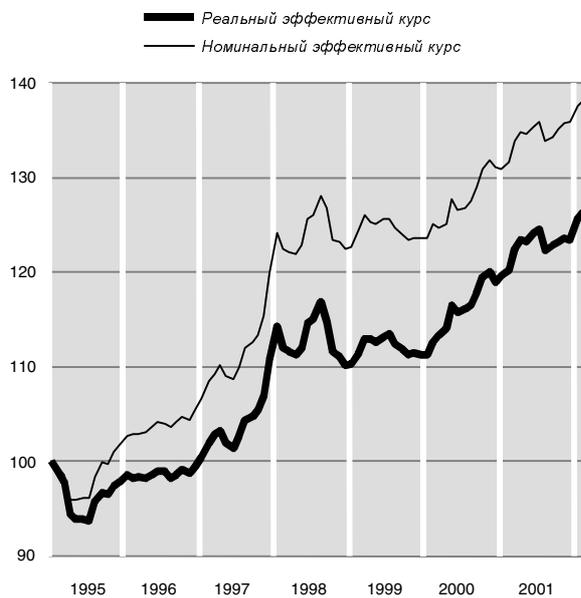
Постепенное ослабление денежно-кредитной политики с начала 2001 года, призванное сдержать и обратить вспять циклическое замедление, продолжилось и после терактов 11 сентября. С середины сентября по начало декабря контрольная ставка по "федеральным фондам" была уменьшена в четыре этапа с 3,5 процента до 1,75 процента. Всего с начала января 2001 года, когда эта ставка составляла 6,5 процента, она снижалась в общей сложности 11 раз. Таким образом, произошло существенное снижение номинальных краткосрочных процентных ставок, и в январе 2002 года реальные краткосрочные ставки были близки к нулю.

Номинальные процентные ставки в 2001 году были доведены до отрицательных значений, что позволило снизить инфляционные ожидания и стимулировать спрос. В Соединенных Штатах в 1998-2000 годах реальные ставки были отрицательными. Заметнее всего это было в первом полугодии. В январе 2002 года доходность по десятилетним казначейским облигациям достигла отрицательных значений.



Источники: Совет Федеральной резервной системы Соединенных Штатов (www.federalreserve.gov), Бюро статистики труда Департамента экономики США (Вашингтон) (www.bls.gov) и Федеральное бюро по тримесечным казначейским векселям. Примечание: Реальные краткосрочные процентные ставки тот же период на 5,4 процента, достигнув самого высокого за 16 лет уровня и отчасти нейтрализовав стимулирующее воздействие снижения процентных ставок (диаграмма 2.1.13).

ДИАГРАММА 2.1.13
Номинальный и реальный эффективный курс доллара,
январь 1995 года – январь 2002 года
(Индексы, январь 1995 = 100)



Источник: Совет Федеральной резервной системы Соединенных Штатов [www.federalreserve.gov].

Примечание: Среднемесячный курс.

Политика бюджетной экспансии привела в условиях перехода в понижательную фазу к существенно-му снижению профицита федерального бюджета с 2,4 процента ВВП в 2000 году до 1,2 процента (127 млрд. долл.) в 2001 году. По текущим прогнозам, в 2002 финансовом году федеральный бюджет будет сведен уже с дефицитом примерно в 1 процент ВВП. Это будет первый дефицит с 1997 года, и, по прогнозам, дефицит бюджета сохранится до 2004 финансового года. Предложенный администрацией дополнительный пакет экономических стимулов (предусматривавший меры на общую сумму от 69 млрд. до 89 млрд. долларов) в начале февраля 2002 года был отклонен конгрессом. В 2001 году сальдо консолидированного бюджета было сведено с дефицитом порядка 0,3 процента ВВП против профицита порядка почти 2 процентов ВВП годом ранее.

В Канаде в 2001 году на состоянии экономики негативно сказалось резкое снижение расходов на инвестиционные товары в Соединенных Штатах и значительное замедление экономического роста в других регионах мировой экономики. Это привело к заметному снижению экспорта, главным образом информационно-телекоммуникационных товаров и автомобилей. В третьем квартале 2001 года произошло некоторое сокращение реального ВВП, который опять несколько вырос в последнем квартале, главным

образом благодаря активной динамике личных расходов на потребление и росту реального чистого экспорта. За весь год реальный ВВП вырос на 1,5 процента по сравнению с 4,4 процента в 2000 году. Однако промышленное производство сократилось почти на 4,5 процента. После замедления роста реальных доходов и ухудшения конъюнктуры рынка труда произошло существенное снижение годового роста личного потребления. Предпринимательские капиталовложения сдерживались уменьшением загрузки производственных мощностей и неясностью перспектив продаж. В декабре 2001 года доля безработных выросла до 8 процентов, самого высокого показателя за почти три года. Базовая инфляция потребительских цен оставалась в 2001 году ниже 2 процентов, вполне в пределах контрольного интервала, установленного Банком Канады (1–3 процента). В условиях снижения внутренней экономической активности и низкой инфляции в середине 2002 года Банк Канады продолжил ослабление денежно-кредитной политики. Контрольный показатель процентной ставки по суточным остаткам был снижен с начала 2001 года в общей сложности на 3,75 процентного пункта. В сочетании с заметным снижением курса канадского доллара это привело к значительному удешевлению денег в середине 2000 года.

iii) Япония

В Японии в 2001 году произошло заметное ухудшение экономической ситуации. Ее экономика переживает третий спад за последние 10 лет. В 2001 году реальный ВВП снизился на 0,5 процента, при этом внутренний спрос переживал застой, а экспорт резко сократился (таблица 2.1.3). Снижение глобального спроса на товары информационно-коммуникационной технологии – главная причина такого спада промышленного производства, объем которого в последнем квартале 2001 года был примерно на 12,5 процента ниже, чем годом ранее. За весь год снижение составило 7,2 процента, самое большое падение с 1975 года. Занятость сокращалась четвертый год подряд, и в декабре 2001 года доля безработных достигла 5,5 процента, самого высокого показателя за полстолетия⁵⁵.

Ухудшение ситуации на рынке труда привело к еще более осторожному расходованию средств домохозяйствами и, соответственно, личное потребление дополнительно сократилось. Склонность домохозяйств к расходованию, вероятно, также сдерживалась потерей активов, связанной с резким падением цен на акции. Предпринимательские капиталовложения оказались на прежнем уровне, хотя ввиду нерадужных перспектив продаж, значительного

⁵⁵ В январе 2002 года доля безработных снизилась до 5,3 процента, главным образом из-за сокращения численности экономически активного населения.

ТАБЛИЦА 2.1.3

Динамика реального ВВП и основных составляющих расходов в Японии, 2000–2001 годы
(Изменение в процентах к предыдущему году, процентные пункты)

	Изменение в процентах к предыдущему году		Вклад в рост ^а	
	2000	2001	2000	2001
Личное потребление	0,6	0,3	0,3	0,2
Государственные расходы	4,6	3,1	0,7	0,5
Вложения в основной капитал	3,2	-1,7	0,9	-0,5
Запасы .....	..	..	-	-
Совокупные внутренние расходы	1,9	0,2	1,9	0,2
Чистый экспорт .....	..	..	0,5	-0,7
Экспорт товаров и услуг	12,4	-6,6	1,3	-0,7
Импорт товаров и услуг	9,6	-0,6	-0,8	-
ВВП в рыночных ценах	2,4	-0,5	2,4	-0,5

Источник: Данные национальной статистики.

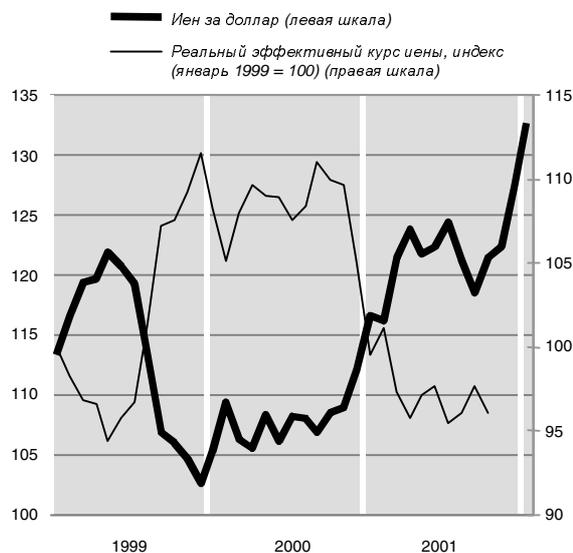
^а Процентные пункты.

избытка мощностей и сокращения цен, что вело к снижению прибыли, можно было бы ожидать сокращения таких вложений. При этом частные вложения в жилье и государственные капиталовложения резко сократились, что привело к снижению совокупного накопления. Вялый экспортный спрос и растущее проникновение импорта, что отчасти отражает продолжающееся перебазируание перерабатывающих производств за рубеж, вызвали, наряду с другими причинами, резкое снижение традиционного актива в торговле товарами до самого низкого уровня за 18 лет.

Экономическая активность продолжалась в дефляционной обстановке. В январе 2002 года потребительские цены были примерно на 1,5 процента ниже, чем 12 месяцами ранее. Дефлятор ВВП сократился с 1994 года на 5 процентных пунктов. Принятые в 2001 году меры денежно-кредитной политики, призванные стимулировать внутренний спрос и переломить дефляцию, – установление контрольных показателей денежной массы и впрыскивание ликвидности путем прямой покупки государственных облигаций – пока что не дали результатов. Краткосрочные процентные ставки упали до нуля, однако из-за снижения цен реальные краткосрочные процентные ставки были чуть выше нуля. Номинальные долгосрочные процентные ставки оставались в 2001 году примерно на одном и том же уровне – чуть меньше 1,5 процента. Однако спрос на кредит оставался слабым, отчасти вследствие высокого долгового бремени корпоративного сектора и ужесточения банками нормативов кредитования перед лицом проблем со своими балансами, вызванных разбуханием недействующих кредитов. Объем

ДИАГРАММА 2.1.14

Курс иены, январь 1999 года – январь 2002 года
(Иен за доллар, индексы)



Источник: IMF, International Financial Statistics (Washington, D.C.), различные выпуски.

Примечание: Среднемесячные данные. Реальный обменный курс на основе потребительских цен.

последних оценивается по меньшей мере в 8 процентов ВВП, однако реальная цифра может быть еще выше⁵⁶.

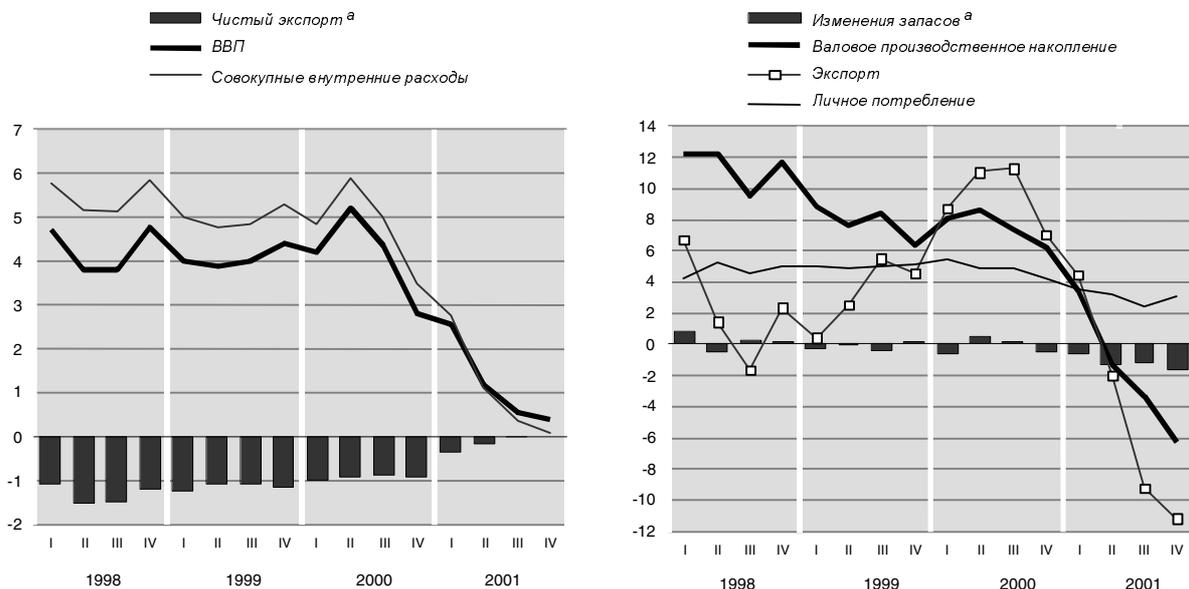
Кроме того, состояние государственных финансов стало вызывать серьезное беспокойство и существенно сужает возможности использования бюджетно-финансовой политики в целях стимулирования экономической активности. Постоянно высокие и растущие бюджетные дефициты с 1995 года – вызванные неоднократным принятием мер финансового стимулирования и снижения государственных доходов из-за вялой экономической активности внутри стран и падения цен – привели к скачку валового государственного долга, превысившего в 2001 году 130 процентов ВВП, по сравнению с 85 процентами в 1997 году. В условиях ухудшения экономической ситуации правительство приняло в конце 2001 года дополнительный бюджет для поддержки экономической активности. Озабоченность состоянием банковской системы и высоким государственным долгом привела к понижению рейтинга выраженного в иенах долга на международных финансовых рынках и соответствующему увеличению премии за риск.

Надежды на оживление в Японии зависят от улучшения экономической конъюнктуры в Соединенных Штатах и других регионах мировой экономики, а также от повышения ценовой конкурентоспособности за счет снижения валютного курса, которое также рассматривается как источник импортируемой инфляции. Интервенции Банка Японии

⁵⁶ "Japan's bad banks", *Financial Times*, 29 January 2002.

ДИАГРАММА 2.2.1

Поквартальная динамика реального ВВП и основных компонентов расходов в зоне евро, 1998–2001 годы
(Изменение в процентах к тому же периоду предыдущего года)



Источник: Евростат, база данных "New Cronos".

^a Вклад в рост (процентные пункты).

на рынке иностранной валюты, по-видимому, способствовали заметному снижению курса иены по отношению к доллару с конца 2001 года; в феврале 2002 года он снизился на 13 процентов по сравнению с январем 2001 года. Снижение реальных эффективных процентных ставок указывает на значительное повышение ценовой конкурентоспособности в 2001 году (диаграмма 2.1.14). Однако имеется озабоченность по поводу того, что резкое обесценение иены может иметь отрицательные последствия для формирующихся азиатских рынков, которые во многом зависят от поставок в Японию и в некоторых случаях конкурируют с японским экспортом на рынках третьих стран. Помимо глобального подъема, реальное проведение структурных реформ (включая, в частности, урегулирование проблемы "плохих" кредитов, перестройку корпоративного сектора и усиление политики конкуренции), по-видимому, представляет собой *sine qua non* устойчивого подъема, хотя краткосрочные издержки адаптации, вероятно, будут велики⁵⁷.

⁵⁷ Утверждается, что причина затянувшегося экономического кризиса коренится в том, что до сих пор не проведена радикальная реформа внутренних институтов, которые помогли восстановить Японию после Второй мировой войны и привели к ее стремительному развитию, но в настоящее время подавляют экономический рост. W. Overholt, "Japan's economy at war with itself", *Foreign Affairs*, January/February 2002, pp. 134-147.

2.2 Западная Европа

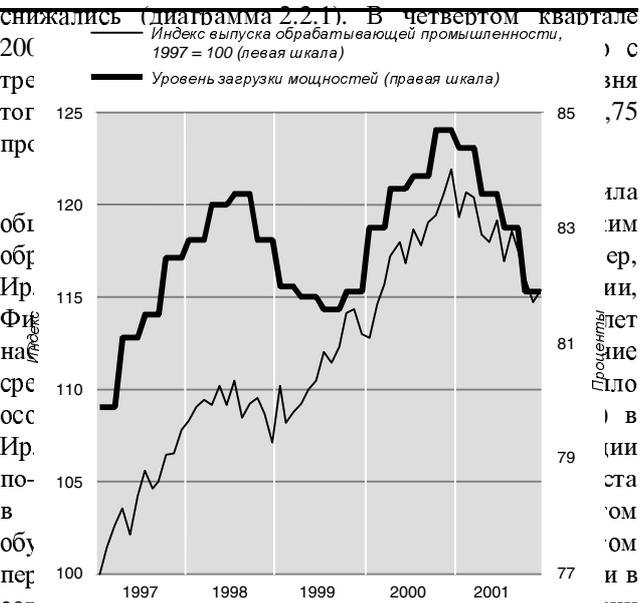
В ходе 2001 года в западной Европе наблюдалось заметное замедление темпов экономического роста. За весь год реальный ВВП вырос лишь на 1,3 процента против 3,5 процента в 2000 году, – наименьший прирост с 1993 года. Такой итог отчасти отражает спад в Турции, где реальный ВВП упал в 2001 году более чем на 7 процентов, однако и в Европейском союзе реальный ВВП вырос в 2001 году лишь на 1,7 процента, в половину меньше, чем в 2000 году. В зоне евро экономическая динамика была примерно сходной (см. таблицу 1.2.1 выше).

Циклическое торможение отчасти свело на нет улучшение конъюнктуры на рынках труда, происшедшее в последние годы. Динамика издержек на рабочую силу оставалась умеренной на фоне более неопределенных перспектив занятости. Снижение цен на нефть и ослабление потребительского спроса способствовали заметному замедлению инфляции во второй половине 2001 года. В краткосрочной перспективе прогнозируется умеренный подъем в ходе 2002 года, однако такая оценка строится на усилении циклических факторов роста в Соединенных Штатах, и для этого также потребуется соответствующая нацеленность макроэкономической политики в западной Европе.

и) Зона евро

а) Макроэкономические изменения

Объем выпуска и загрузка производственных мощностей в обрабатывающей промышленности достиг в первой половине 2000 года 1997-2001 года



Остальные страны зоны евро, во втором полугодии

Экономическое положение в странах евро, во втором полугодии

В декабре 2001 года объем продукции обрабатывающей промышленности был примерно на 5,5 процента меньше, чем 12 месяцами ранее. Уровень уверенности в промышленности в ноябре 2001 года был самым низким с конца 1993 года, однако затем он чуть вырос в начале 2002 года на фоне снижения запасов готовой продукции и улучшения перспектив роста производства (диаграмма 2.2.3).

Неожиданно резкое циклическое торможение отражает заметное ухудшение динамики как экспорта, так и совокупного внутреннего спроса (эти два фактора взаимно усиливали друг друга на протяжении всего года) (диаграмма 2.2.1). В предпринимательском секторе фирмы быстро прореагировали на ухудшающиеся перспективы прибылей и продаж и на уменьшение загрузки производственных мощностей, сократив свои расходы на машины и оборудование. Кроме того, ухудшилась динамика вложений в строительство. В итоге валовое производственное накопление в 2001 году практически переживало застой. Динамика товарно-материальных запасов в 2001 году также тормозила экономический рост (таблица 2.2.1).

В ходе 2001 года заметно замедлялся рост реального личного потребления. В значительной мере

ДИАГРАММА 2.2.3

Предпринимательская и потребительская уверенность в Европейском союзе, январь 1995 года – февраль 2002 года



Источник: European Commission, European Economy, Supplement B (Luxembourg), ежемесячные сводки и прямые сообщения.

Примечание: Данные показывают чистый баланс между долей респондентов, давших положительные и отрицательные ответы на конкретные вопросы. Подробнее см. любое издание источника.

это было обусловлено снижением роста совокупных реальных располагаемых доходов, что в свою очередь было вызвано ухудшением ситуации на рынках труда, уменьшением стоимости чистых активов из-за снижения цен на акции, а также эрозией потребительской уверенности (диаграмма 2.2.3). Однако падение темпов инфляции во втором полугодии поддержало рост реальных доходов. В некоторых странах (особенно в Германии, Италии и Франции) снижение ставок подоходного налога привело к увеличению располагаемых доходов. Государственное потребление удержалось на стабильном уровне и прибавило примерно половину процентного пункта к общим темпам экономического роста в 2001 году (таблицы 2.2.1 и 2.2.2).

Такое ухудшение внешних условий воспроизводства существенно сказалось на росте экспорта. Так, объем экспорта товаров и услуг сокращался в 2001 году четыре квартала подряд, однако, ввиду существенного эффекта статистического переноса⁵⁹ с конца 2000 года, годовой прирост все же составил около 2,8 процента, хотя и был гораздо меньше примерно 12 процентов в 2000 году. Аналогичную динамику можно проследить и по объему импорта⁶⁰. Динамика реального чистого экспорта по-прежнему поддерживала экономический рост примерно в тех же масштабах, что и в 2000 году (таблица 2.2.1).

Снижение цен на энергоносители способствовало заметному снижению инфляции потребительских цен после пика в 3,4 процента в мае 2001 года (диаграмма 2.2.4). Кроме того, острая конкуренция во многом уменьшила возможности повышения цен в розничной

⁵⁹ Ввиду значительного роста экспорта в ходе 2000 года его объем в конце года был значительно выше среднего показателя за весь год. Именно такой статистический перенос на 2001 год обеспечил прирост за 2001 год в сравнении с 2000 годом, несмотря на снижение торговли в ходе 2001 года.

⁶⁰ Напомним, что эти данные включают трансграничную торговлю в зоне евро.

ТАБЛИЦА 2.2.1

Динамика основных расходных составляющих ВВП в западной Европе, Северной Америке и Японии, 2000–2001 годы
(Изменение в процентах к предыдущему году)

	Личное потребление		Государственное потребление		Валовое производственное накопление		Запасы продукции ^а		Совокупные внутренние расходы		Экспорт товаров и услуг		Импорт товаров и услуг		Чистый экспорт ^а	
	2000	2001	2000	2001	2000	2001	2000	2001	2000	2001	2000	2001	2000	2001	2000	2001
Франция	2,9	2,9	2,3	2,1	6,2	2,8	0,1	-0,7	3,9	1,7	13,3	1,1	15,4	-0,2	-0,1	0,2
Германия	1,4	1,1	1,2	1,7	2,3	-4,8	0,4	-0,8	2,0	-1,0	13,2	4,7	10,0	0,1	1,1	1,5
Италия	2,7	1,1	1,7	2,3	6,5	2,4	-1,1	—	2,1	1,6	11,7	0,8	9,4	0,2	0,8	0,2
Австрия	2,5	1,4	0,9	-0,2	5,1	-0,2	-0,3	-0,1	2,5	0,6	12,2	5,3	11,1	4,4	0,5	0,5
Бельгия	3,8	2,0	2,5	2,4	2,6	-0,6	0,5	0,1	3,8	1,6	9,7	0,7	9,7	1,0	0,5	-0,2
Финляндия	2,2	1,4	-0,2	1,7	4,8	2,1	1,3	-0,2	3,6	0,7	18,2	-0,7	16,2	-1,0	2,6	—
Греция	3,2	3,1	2,3	1,8	7,8	9,1	1,5	-0,3	5,1	4,2	5,6	5,7	9,7	5,6	-1,7	-0,5
Ирландия	10,0	6,2	5,4	6,0	7,3	3,4	0,5	0,1	9,2	5,2	17,8	9,1	16,6	8,5	3,7	2,0
Люксембург	3,1	3,7	4,7	3,4	-3,0	5,8	0,2	—	2,4	3,8	16,4	4,7	13,8	4,7	5,4	0,9
Нидерланды	3,7	1,3	1,9	3,4	3,8	-1,3	-0,2	0,2	3,0	1,3	9,5	2,3	9,4	2,2	0,6	0,2
Португалия	2,6	1,1	2,5	1,9	5,3	-1,0	-0,3	-0,4	3,0	0,7	8,1	6,2	6,0	2,7	—	0,9
Испания	4,0	2,7	4,0	3,1	5,7	2,5	-0,1	-0,2	4,2	2,9	9,6	3,4	9,8	3,7	-0,2	-0,2
Зона евро	2,7	1,8	2,0	2,2	4,7	0,1	—	-0,1	3,0	1,0	12,0	2,8	11,0	1,0	0,5	0,6
Соединенное Королевство	4,1	3,8	1,9	2,4	4,9	2,0	-0,2	—	3,6	3,0	10,3	-0,1	10,9	-0,2	-0,7	0,1
Дания	-0,3	1,2	0,6	1,7	10,7	-2,3	0,2	—	2,6	0,5	11,5	4,1	11,2	2,5	0,6	0,8
Швеция	4,5	0,9	-0,9	1,1	5,0	3,2	0,5	-0,3	3,5	1,0	10,3	-0,1	11,5	-1,1	0,4	0,4
Европейский союз	2,9	2,1	1,9	2,2	4,8	0,4	0,1	-0,3	3,1	1,3	11,7	2,3	11,0	0,8	0,3	0,5
Кипр	8,0	4,0	2,7	9,7	7,0	3,4	-0,1	-0,8	6,8	3,9	9,0	4,9	10,0	3,8	-0,9	0,3
Исландия	4,0	2,5	3,5	2,5	11,1	1,0	-0,1	0,1	5,4	2,2	2,6	-1,0	7,0	2,0	-2,1	-1,3
Израиль	6,6	3,1	1,1	3,2	1,1	-8,9	-0,8	1,1	3,2	3,7	23,9	-13,1	12,2	-6,4	2,4	0,2
Мальта	6,7	2,5	5,2	3,3	18,1	-13,7	1,6	-3,7	10,6	-4,8	5,6	-7,3	11,2	-11,5	-5,6	4,9
Норвегия	2,4	2,2	1,4	1,5	-1,1	-5,9	0,9	-0,6	2,2	-0,6	2,7	5,3	2,5	0,3	0,2	2,0
Швейцария	2,3	2,1	-0,4	0,1	5,8	-1,3	0,1	0,9	2,8	1,7	11,8	-0,5	11,2	0,4	0,1	-0,4
Турция	6,4	-6,9	7,1	-5,5	16,5	-23,0	0,8	-5,3	9,6	-15,8	19,3	5,0	25,4	-19,0	-2,9	9,3
Западная Европа	3,0	1,7	2,1	1,8	5,3	-0,8	—	-0,6	3,4	0,5	11,9	2,4	11,6	-0,2	0,2	0,9
Канада	3,6	2,5	2,2	2,2	6,7	1,4	0,5	-1,2	4,5	0,9	7,6	-3,7	8,1	-5,7	0,2	0,7
Соединенные Штаты	4,8	3,1	2,7	3,6	7,6	-1,9	-0,1	-1,2	4,8	1,1	9,5	-4,6	13,4	-2,7	-0,9	-0,1
Северная Америка	4,7	3,0	2,6	3,4	7,5	-1,7	-0,1	-1,2	4,8	1,1	9,3	-4,5	12,9	-3,0	-0,8	-0,1
Япония	0,6	0,3	4,6	3,1	3,2	-1,7	—	—	1,9	0,2	12,4	-6,6	9,6	-0,6	0,5	-0,7
Итого	3,4	2,0	2,7	2,7	5,9	-1,3	—	-0,8	3,7	0,7	10,9	-1,9	11,8	-1,4	-0,2	0,2
Для справки:																
4 крупные западноевропейские страны																
Западная Европа и Северная Америка																
3,9 2,3 2,4 2,6 6,4 -1,2 — -0,9 4,1 0,8 10,6 -1,1 12,3 -1,6 -0,3 0,4																

Источник: Евростат, база данных "New Cronos"; статистика национальных счетов ОЭСР и данные национальной статистики.

Примечание: Все совокупные показатели исключают Израиль. Темпы роста совокупных показателей по регионам рассчитаны как средневзвешенные темпов роста в отдельных странах. Весовые коэффициенты были получены из данных о ВВП 1996 года, пересчитанных из национальных валют в доллары по паритетам покупательной способности 1996 года. Использованы определения СНС 1993 года/ЕСС-95, за исключением Исландии, Мальты, Турции и Швейцарии.

^а Вклад в годовой прирост ВВП в процентных пунктах.

ТАБЛИЦА 2.2.2

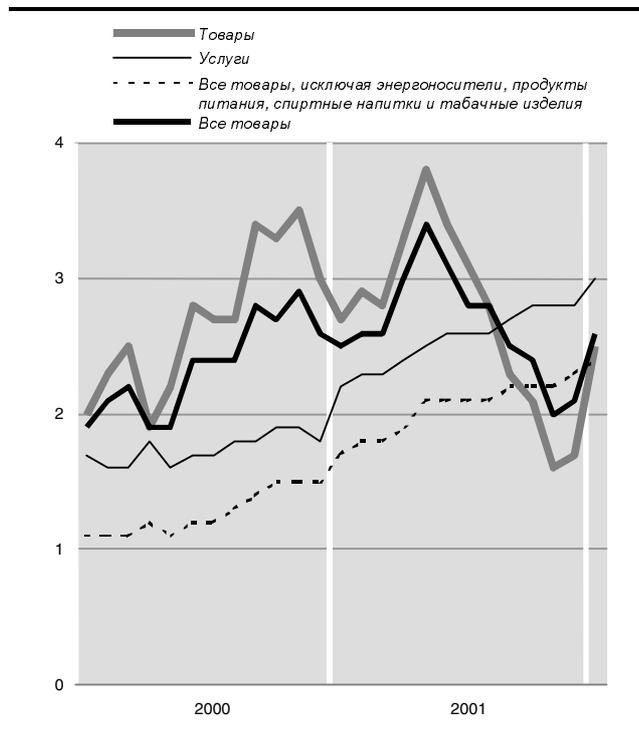
Вклад основных составляющих расходов в годовые изменения реального ВВП в западной Европе, 2000–2001 годы
(Процентные пункты)

	Зона евро		Западная Европа		Франция		Германия		Италия		Соединенное Королевство	
	2000	2001	2000	2001	2000	2001	2000	2001	2000	2001	2000	2001
Личное потребление	1,5	1,0	1,8	1,0	1,6	1,6	0,8	0,6	1,6	0,7	2,8	2,6
Государственное потребление	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4
Валовое производственное накопление	1,0	—	1,2	-0,3	1,2	0,6	0,5	-1,1	1,3	0,5	0,9	0,4
Запасы продукции	—	-0,4	—	-0,6	0,1	-0,7	0,4	-0,8	-1,1	—	-0,2	-0,2
Валовые внутренние расходы	2,9	1,0	3,4	0,5	3,8	1,6	1,9	-0,9	2,1	1,6	3,8	3,1
Чистый экспорт	0,5	0,6	0,2	0,9	-0,1	0,2	1,1	1,5	0,8	0,2	-0,7	0,1
Экспорт	4,1	1,1	4,1	0,9	3,6	0,3	4,0	1,6	3,3	0,2	3,3	—
Импорт	-3,6	-0,5	-3,9	—	-3,7	0,1	-3,0	—	-2,5	—	-4,0	0,1
ВВП	3,4	1,6	3,5	1,3	3,6	2,0	3,0	0,6	2,9	1,8	3,0	2,3

Источник: Евростат, база данных "New Cronos"; статистика национальных счетов ОЭСР и данные национальной статистики.

ДИАГРАММА 2.2.4

Потребительские цены в зоне евро,
январь 2000 года – январь 2002 года
(Изменение в процентах
к тому же месяцу предыдущего года)



Источник: Евростат, база данных "New Cronos".

Примечание: Гармонизированный индекс потребительских цен (ГИПЦ).

торговле. К концу года инфляция лишь ненамного перекрывала 2-процентный потолок асимметричного контрольного показателя инфляции ЕЦБ. Средние темпы инфляции в зоне евро составили в 2001 году 2,7 процента, однако между странами здесь имелись большие различия – от 1,6 процента во Франции до 4,9 процента в Ирландии (таблица 2.2.3). То, что средние темпы инфляции превысили целевой показатель, во многом связано с первым кругом последствий временных шоков в сфере предложения (то есть роста цен на нефть и последствий "коровьего бешенства" и ящура), к преодолению которых в целом должна быть готова денежно-кредитная политика. Некоторые особые факторы (например, последствия плохой погоды для цен на фрукты и овощи, а также повышение косвенных налогов в ряде стран) привели к росту совокупного индекса потребительских цен на 2,7 процента в январе 2002 года по сравнению с тем же месяцем предыдущего года. (Высказывалось предположение, что январскому повышению уровня цен способствовало "округление новых цен" при переходе на евро, однако пока что имеются лишь фрагментарные свидетельства в поддержку такой гипотезы.) После устойчивого роста с середины 2000 года темпы базовой инфляции (исключающей энергоносители и продукты питания) зависли с мая

ТАБЛИЦА 2.2.3

Инфляция в западной Европе и Северной Америке,
1999–2001 годы
(Изменение в процентах к предыдущему году)

	Индекс по потребительских цен		
	1999	2000	2001
Франция	0,5	1,7	1,6
Германия	0,6	1,9	2,5
Италия	1,7	2,5	2,8
Австрия	0,6	2,3	2,6
Бельгия	1,1	2,5	2,5
Финляндия	1,2	3,4	2,6
Греция	2,6	3,2	3,4
Ирландия	1,6	5,6	4,9
Люксембург	1,0	3,2	2,7
Нидерланды	2,2	2,5	4,5
Португалия	2,3	2,9	4,3
Испания	2,3	3,4	3,6
Зона евро^a	1,2	2,4	2,7
Соединенное Королевство	1,6	2,9	1,8
Дания	2,5	2,9	2,4
Швеция	0,3	1,3	2,6
Европейский союз^b	1,3	2,5	2,6
Кипр	1,7	4,3	2,0
Исландия	3,2	5,1	6,4
Израиль	5,2	1,1	1,1
Мальта	2,1	2,3	2,9
Норвегия	2,3	3,1	3,0
Швейцария	0,8	1,6	1,0
Турция	64,9	54,9	54,4
Западная Европа	1,3	2,4	2,5
Канада	1,7	2,7	2,5
Соединенные Штаты	2,2	3,4	2,8
Северная Америка	2,2	3,3	2,8
Япония	-0,3	-0,7	-0,5
Итого	1,5	2,4	2,3
<i>Для справки:</i>			
4 крупные западноевропейские страны^c	1,0	2,2	2,2
Западная Европа и Северная Америка	1,8	2,9	2,7

Источник: OECD, *Main Economic Indicators* (Paris), различные выпуски; данные национальной статистики.

Примечание: Все совокупные показатели исключают Израиль и Турцию.

^a Двенадцать стран.

^b Пятнадцать стран.

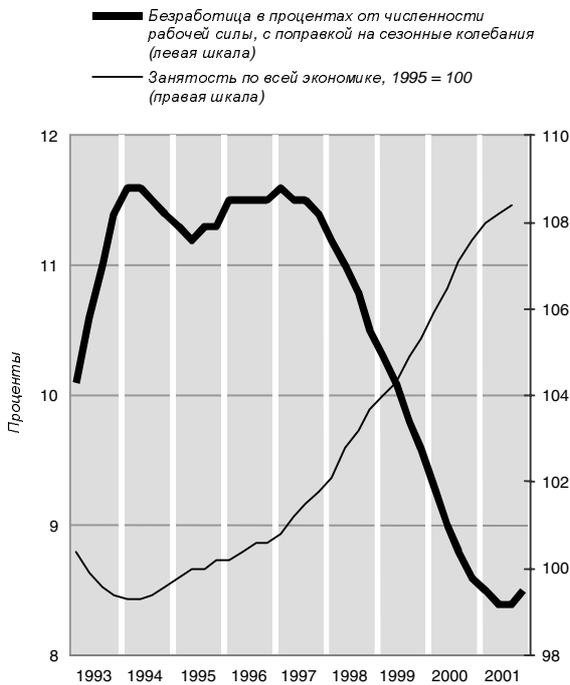
^c Германия, Италия, Соединенное Королевство и Франция.

2001 года на уровне чуть выше 2 процентов (по сравнению с тем же периодом предыдущего года), в целом следуя за динамикой цен на услуги.

Циклическое замедление сказалось и на рынках труда, прекратив улучшение ситуации, происходившее в 2000 году. Прирост занятости замедлился до 1,2 процента, с 1,8 процента в 2001 году. Заметное снижение доли безработных, происходящее с 1997 года, летом прекратилось, и в последнем квартале 2001 года она подросла до 8,5 процента – первое увеличение с первого квартала 1997 года, когда этот показатель составил 11,6 процента (диаграмма 2.2.5). Средняя унифицированная норма безработицы в зоне евро в 2001 году составляла 8,3 процента против 8,8 процента в 2000 году (таблица 2.2.4). В условиях негативных циклических изменений рост расходов на рабочую силу оставался в 2001 году умеренным: удельные расходы на рабочую силу по всей экономике в третьем

ДИАГРАММА 2.2.5

**Занятость и безработица в зоне евро,
1993–2001 годы**
(Индекс, 1995 = 100, проценты)



Источник: Евростат, база данных "New Cronos".

квартале были на 2,5 процента выше, чем годом ранее (диаграмма 2.2.6). Производительность труда не росла, во многом отражая задержанную адаптацию ввода ресурсов рабочей силы к изменениям в выпуске в ходе экономического цикла.

Что касается платежного баланса, то рост дефицита по текущим операциям до 70 млрд. евро в 2000 году (что соответствует 1,1 процента совокупного ВВП зоны евро) был существенно нейтрализован в 2001 году, когда он снизился до примерно 9 млрд. евро, или 0,1 процента ВВП. Такое изменение в основном отражает рост актива в торговле товарами, достигнутого благодаря тому, что импорт во втором полугодии сократился в большей степени, чем экспорт. Экспорт поддерживался сравнительно высокой динамикой поставок в центральную и восточную Европу и Россию, а также в Соединенное Королевство и Соединенные Штаты. Что касается баланса движения капитала, то в 2001 году чистый отток ПИИ составил 94 млрд. евро, тогда как в 2000 году был отмечен чистый приток в размере 15 млрд. евро⁶¹. В отличие от этого в 2001 году имел место чистый приток портфельных инвестиций в размере 41 млрд. евро, последовавший за чистым оттоком в размере 103 млрд.

⁶¹ Опыту последних лет более соответствует положение зоны евро как нетто-экспортера прямых инвестиций. На данных за 2000 год сильно сказалось приобретение компанией из Соединенного Королевства ("Водафон") крупной немецкой фирмы ("Маннессман").

ТАБЛИЦА 2.2.4

**Безработица в западной Европе и Северной Америке,
1999–2001 годы**
(В процентах от численности гражданской рабочей силы)

	Доля безработных		
	1999	2000	2001
Франция	10,7	9,3	8,6
Германия	8,6	7,9	7,9
Италия	11,2	10,4	9,5
Австрия	3,9	3,7	3,6
Бельгия	8,6	6,9	6,6
Финляндия	10,2	9,8	9,1
Греция	11,6	10,9	10,2
Ирландия	5,6	4,2	3,8
Люксембург	2,4	2,4	2,4
Нидерланды	3,2	2,8	2,4
Португалия	4,5	4,1	4,1
Испания	15,7	14,0	13,0
Зона евро^a	9,8	8,8	8,3
Соединенное Королевство	5,9	5,4	5,1
Дания	4,8	4,4	4,3
Швеция	7,2	5,9	5,1
Европейский союз^b	9,0	8,1	7,6
Кипр ^c	3,6	3,5	3,5
Исландия	2,1	2,3	1,4
Израиль ^d	8,9	8,8	9,2
Мальта ^e	5,3	4,5	4,9
Норвегия	3,3	3,5	3,6
Швейцария	3,0	2,6	2,6
Турция ^d	7,6	6,6	7,9
Западная Европа	8,6	7,7	7,5
Канада	7,6	6,8	7,2
Соединенные Штаты	4,2	4,0	4,8
Северная Америка	4,5	4,3	5,0
Япония	4,7	4,7	5,0
Итого	6,5	6,0	6,2
<i>Для справки:</i>			
4 крупные западноевропейские страны^f	8,9	8,1	7,7
Западная Европа и Северная Америка	6,9	6,2	6,4

Источник: OECD, Main Economic Indicators (Paris), различные выпуски; Евростат, база данных "New Cronos"; данные национальной статистики.

Примечание: Все совокупные показатели исключают Израиль.

^a Двенадцать стран.

^b Пятнадцать стран.

^c Доля зарегистрированных безработных, сведения о месячных данных.

^d Используемые определения соответствуют методике МОТ, но не согласуются со стандартами Евростата/ОЭСР.

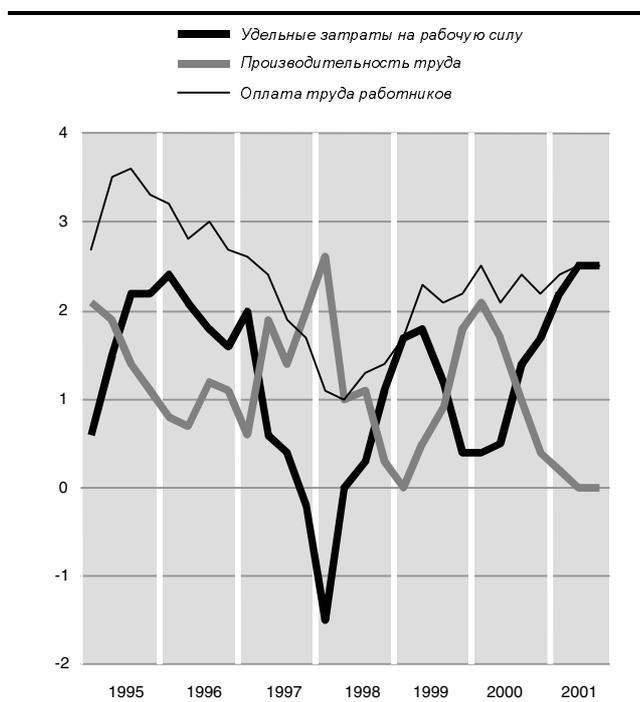
^e Доля зарегистрированных безработных на конец года.

^f Германия, Италия, Соединенное Королевство и Франция.

евро в предыдущем году. Если взять вместе прямые и портфельные инвестиции, то чистый отток капитала составил в 2001 году 53 млрд. евро против 88 млрд. евро в 2000 году.

Из трех крупнейших стран зоны евро во Франции длительный экономический подъем, начавшийся пять лет назад, иссяк и сменился снижением реального ВВП на 0,1 процента в четвертом квартале 2001 года в сравнении с предыдущим кварталом. Одна из главных причин этого – резкое замедление роста расходов на личное потребление в условиях ухудшившихся перспектив на рынках труда и падения потребительской уверенности. Кроме того, замедлился

ДИАГРАММА 2.2.6
**Удельные затраты на рабочую силу в зоне евро,
 1995–2001 годы**
 (Изменение в процентах к тому же кварталу
 предыдущего года)



Источник: Евростат, база данных "New Cronos", Европейский центральный банк [www.ecb.int].

Примечание: По всей экономике. С учетом сезонных колебаний.

рост государственных расходов. Вложения предприятий в основные фонды сократились ненамного, следуя тенденции, обозначившейся в первые три квартала года. Вложения домохозяйств в жилье переживали застой, отражая свертывание налоговых льгот. Как и в третьем квартале, динамика запасов готовой продукции тормозила экономический рост. Экономическая активность внутри страны в некоторой степени поддерживалась только динамикой реального чистого экспорта, несмотря на резкое падение как экспорта, так и импорта.

В итоге в 2001 году реальный ВВП Франции вырос на 2 процента, в то время как в 2000 году прирост составил 3,6 процента. За весь год личное потребление по-прежнему оставалось опорой экономического роста, а само оно поддерживалось снижением ставок подоходного налога и повышением ставок оплаты труда. В условиях неблагоприятной внешнеэкономической конъюнктуры уверенность деловых кругов быстро снижалась, и в результате осуществление инвестиционных проектов откладывалось. Сброс запасов привел к уменьшению роста ВВП в 2001 году примерно на 0,75 процентного пункта. Больше всего рост внутреннего производства тормозился заметным ухудшением динамики экспорта, которое, однако, было перекрыто в реальном

платежном балансе некоторым снижением импорта (таблица 2.2.2).

Замедление роста производства привело в 2001 году к заметному торможению роста занятости. В некоторой степени, это, возможно, было вызвано затуханием роста спроса на рабочую силу после введения 35-часовой рабочей недели. В первом полугодии снижение доли безработных прекратилось, и к декабрю этот показатель вырос до 8,6 процента. Инфляция оставалась поразительно низкой и на протяжении всего 2001 года была намного ниже среднего показателя по зоне евро. В 2001 году среднегодовые темпы инфляции составили 1,6 процента, то есть несколько менее, чем в 2000 году (таблица 2.2.3).

В Германии во второй половине 2001 году экономика вступила в фазу спада, когда во втором – третьем кварталах реальный ВВП снизился на 0,2 процента, а в последнем квартале – на 0,3 процента. Личное потребление, в начале года стимулировавшееся снижением ставок подоходного налога, сократилось во второй половине 2001 года. Снижение занятости стало одним из факторов сокращения реальных располагаемых доходов в третьем квартале 2001 года, и склонность домохозяйств к расходованию средств сбивалась пессимизмом относительно краткосрочных перспектив экономики. В то же время в условиях уменьшения загрузки производственных мощностей и скромных перспектив продаж сократились расходы предприятий на машины и оборудование. Глубокий кризис в строительстве по-прежнему приводил к замедлению общего экономического роста. Спад в отрасли, продолжающийся с последнего квартала 1999 года, в последние два квартала 2001 года несколько уменьшился. В последнем квартале произошло сокращение экспорта, которое свело на нет небольшой его рост в первые три квартала. За весь год реальный ВВП вырос на 0,6 процента, что намного меньше 3 процентов в 2000 году. В 2001 году упал совокупный внутренний спрос, однако это с избытком компенсировалось изменениями реального платежного баланса (таблица 2.2.2).

Такое торможение привело к устойчивому, хотя и небольшому, снижению занятости в ходе 2001 года: в последнем квартале ее уровень был на 0,2 процента ниже, чем годом ранее. За 12 месяцев по январь 2002 года численность безработных выросла на полмиллиона человек до 4,3 млн. За тот же период стандартизованная доля безработных выросла с 7,7 процента до 8,1 процента. Инфляция потребительских цен (ГИПЦ), достигшая в мае 2001 года максимальной отметки 3,6 процента, в декабре упала до 1,5 процента, во многом отражая снижение цен на энергоносители. В январе 2002 года инфляция оказалась чуть выше 2 процентов, однако это было вызвано временными факторами.

В *Италии* экономический рост в 2001 году был крайне неравномерным. Почти весь рост был достигнут в первом квартале, когда он еще опирался на вложения в основной капитал и накопление запасов. В следующие два квартала экономическая активность в целом оставалась на прежнем уровне, а в последнем квартале реальный ВВП снизился на 0,2 процента в результате сброса запасов. За год в целом средние темпы экономического прироста составили 1,8 процента против почти 3 процентов в 2000 году. Таким образом, впервые с 1995 года годовой прирост ВВП превышал средний показатель по зоне евро.

Динамика расходов домохозяйств и частных компаний в течение года приобретала все более осторожный характер. За 2001 год прирост расходов на личное потребление упал до приблизительно 1 процента, что меньше половины показателя 2000 года (таблица 2.2.1). Располагаемые доходы домохозяйств возросли благодаря повышению реальной заработной платы, а также сокращению налоговых ставок в конце 2000 года. На фоне ослабления внутреннего и внешнего спроса предпринимательский сектор снизил свои расходы на машины и оборудование. Инвестиционные расходы также, вероятно, были отложены в ожидании налоговых льгот, объявленных на осень 2001 года, однако последние, по-видимому, сводились на нет ухудшением перспектив продаж и прибылей. Напротив, вложения в строительство держались довольно хорошо, и по валовому производственному накоплению был достигнут суммарный прирост почти в 2,5 процента против 6,5 процента в 2000 году, когда он был самым высоким за период свыше 10 лет. Изменения реального экспорта лишь в незначительной степени поддерживали экономическую активность в 2001 году.

В обрабатывающей промышленности снижение производства в 2001 году происходило в целом равномерно, и в последнем квартале его объем был примерно на 4,5 процента меньше, чем в четвертом квартале 2001 года. Падение производства и загрузки производственных мощностей привело к значительному сбросу рабочей силы в обрабатывающей промышленности, который, однако, с избытком перекрывался ростом занятости в других секторах, главным образом в сфере услуг. Хотя в последнем квартале 2001 года занятость во всей экономике снизилась, увеличение на 1,5 процента за весь год представляется на удивление существенным⁶².

В других странах зоны евро на экономической активности также во многом сказался переход глобального экономического цикла в понижательную фазу, что имело негативные последствия для экспорта и вложений предприятий в основной капитал, хотя

ДИАГРАММА 2.2.7

Среднемесячные номинальные краткосрочные и долгосрочные процентные ставки в зоне евро, январь 1998 года – февраль 2002 года (Процент годовых)



Источник: Европейский центральный банк [www.ecb.int].

Примечание: До декабря 1998 года процентные ставки по зоне евро агрегировались с использованием весовых коэффициентов ВВП стран-членов 1995 года.

^a Доходность по 10-летним государственным облигациям минус трехмесячная ставка ЕВРИБОР.

важную роль тут сыграли и факторы, характерные для конкретных стран. В *Ирландии* и *Финляндии* на общем экономическом росте особенно сильно сказалось глобальное снижение спроса на товары ИКТ, на которые приходится значительная доля их промышленного производства. В *Нидерландах* увеличение налогов во многом сбивало рост расходов на личное потребление и было одним из главных факторов заметного замедления роста в 2001 году. В *Греции* экономическая активность поддерживалась крупным ростом капитальных вложений, связанных с подготовкой Олимпийских игр 2004 года. В *Испании* замедление коснулось всех основных компонентов внутреннего спроса. В 2001 году изменения реального чистого экспорта были нейтральными по своему воздействию на общий экономический рост, который оставался выше среднего по ЕС.

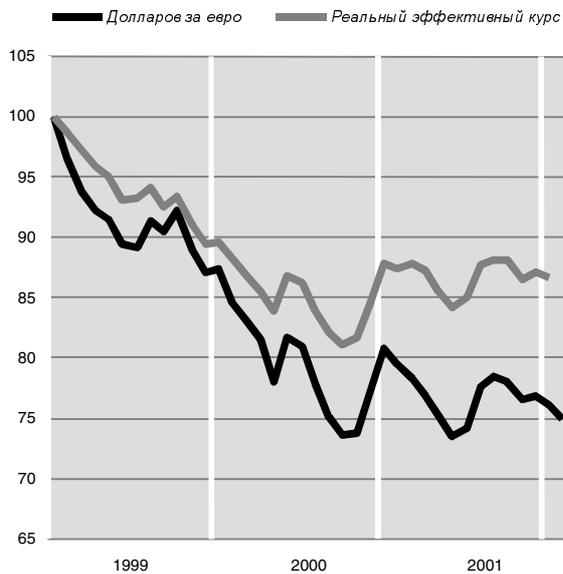
б) Денежно-кредитная политика

В этих условиях существенного циклического торможения и умеренных инфляционных ожиданий в ноябре 2001 года ЕЦБ еще раз снизил свою ключевую процентную ставку (минимальный курс покупки) на половину процентного пункта, до 3,25 процента. Это было четвертое снижение процентной ставки с мая 2001 года, когда она составляла 4,75 процента.

⁶² На основе данных обследований населения по проблемам занятости.

ДИАГРАММА 2.2.8

Курс евро, январь 1999 года – январь 2000 года
(Индексы, январь 1999 = 100)



Источник: Европейский центральный банк [www.ecb.int].

Примечание: Среднемесячная ставка.

Снижение официальных ставок нашло свое отражение в краткосрочных процентных ставках, находившихся в феврале 2002 года в районе 3,4 процента, при 4,8 процента годом ранее (диаграмма 2.2.7). Номинальные долгосрочные ставки (доходность по

10-летним государственным облигациям) демонстрировали в ходе 2001 года некоторую ограниченную неустойчивость, но не показали какой-либо устойчивой тенденции. После терактов 11 сентября понижательное давление на доходность несколько усилилось, отражая "бегство к безопасности" от акций к государственным облигациям, однако до конца этого года такое давление оказалось полностью исчерпанным. К январю 2002 года среднемесячная доходность составила 5 процентов, ровно столько, сколько и за год до этого. Разрыв в доходности по долгосрочным казначейским векселям и государственным облигациям Соединенных Штатов в зоне евро был в начале 2002 года близок к нулю.

Средние реальные краткосрочные и долгосрочные процентные ставки в зоне евро упали до довольно низкого уровня, намного ниже долгосрочных средних ставок в Германии, которые традиционно служили точкой отсчета для других западноевропейских стран. В принципе, в начале 2002 года условия финансирования сравнительно легки, однако недостает перспектив устойчивого улучшения общей ситуации в экономике.

В известной мере стимулирующее воздействие более низких процентных ставок, возможно, было нейтрализовано уменьшением стоимости финансовых активов и ухудшением условий финансирования корпоративного сектора в результате резкого падения курсов акций. Следует отметить, что, хотя роль фондовых рынков в финансовой системе зоны евро гораздо менее важна, чем в Соединенных Штатах, за последние годы отмечалось существенное повышение доли акций в активах домохозяйств⁶³.

Снижение процентных ставок в известной мере нейтрализовывалось и повышением реального эффективного курса евро во второй половине 2001 года. В январе 2001 года он был примерно на 3 процента выше предыдущей низкой точки июня 2000 года (диаграмма 2.2.8). Курс евро по отношению к доллару в 2001 году был довольно неустойчивым, когда его рост, достигнутый в третьем квартале 2001 года, был по большей части потерян в последующие месяцы. За 12 месяцев по февраль 2002 года евро обесценился по отношению к доллару почти на 6 процентов.

Совокупное воздействие изменений реальных краткосрочных процентных ставок и реального эффективного валютного курса на внутреннюю экономическую активность (или совокупный спрос) можно оценить, используя индекс денежной конъюнктуры (ИДК). ИДК – средневзвешенная изменений реального эффективного валютного курса и реальной краткосрочной процентной ставки по отношению к базисному периоду, при этом веса отражают то относительное воздействие, которое, по оценкам данного изменения каждого из этих параметров, оказало совокупный спрос или выпуск⁶⁴. Идея здесь в том, что денежно-кредитная политика влияет на спрос не только через изменение процентных ставок, но и через воздействие на валютный курс. Экзогенные изменения валютного курса также влияют на экономическую динамику, хотя этот канал более важен для малой открытой экономики.

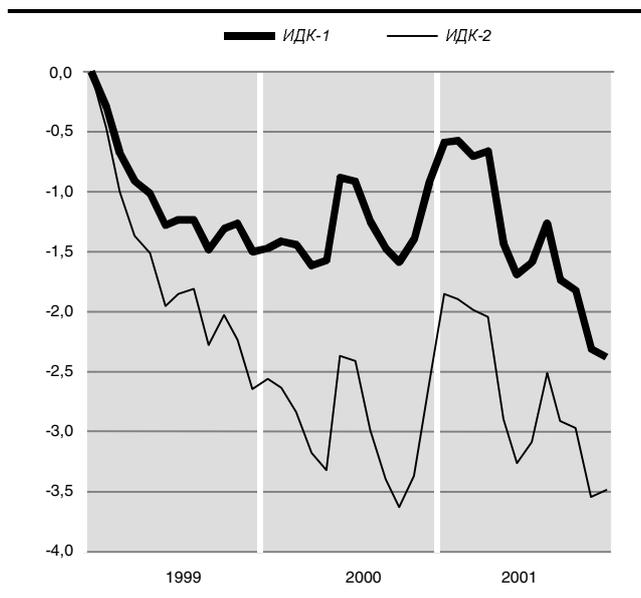
ИДК снижался на протяжении всего 1999 года, указывая на улучшение условий кредита в зоне евро в первый год после создания ЭВС (диаграмма 2.2.9). В значительной мере это связано со снижением курса евро. С весны 2000 года индекс был подвержен существенным колебаниям и не обнаруживал какой-либо явной тенденции. Решение ЕЦБ повысить свою

⁶³ Это, в частности, отражается в резком увеличении доли рыночной капитализации выпущенных в стране акций по отношению к ВВП – в семь раз в период 1990–2000 годов. ECB, *Monthly Bulletin* (Frankfurt am Main), February 2002, p. 41.

⁶⁴ В варианте ИДК-1 используются весовые коэффициенты, определенные, по оценкам Бундесбанка, для Германии. В ИДК-2 используются веса, применяемые Европейской комиссией для зоны евро. Deutsche Bundesbank, "Taylor-Zins und Monetary Conditions Index", *Monatsbericht* (Frankfurt am Main), April 1999, pp. 47-63 и European Commission, *European Economy, Supplement A*, No. 10/11 (Luxemburg), October/November 2001.

ДИАГРАММА 2.2.9

Индекс денежной конъюнктуры (ИДК) в зоне евро,
январь 1999 года – декабрь 2001 года
(Январь 1999 = 0)



Источник: Расчеты ОЭА ЕЭК ООН.

Примечание: Индексы были рассчитаны с использованием различных весовых коэффициентов (w) для реальных краткосрочных процентных ставок (w_1) и реального эффективного валютного курса (w_2). Эти веса были следующими: ИДК-1 (0,75/0,25); ИДК-2 (0,85/0,15). Реальные краткосрочные процентные ставки были рассчитаны с использованием темпов базовой инфляции.

главную ставку рефинансирования во второй половине 2000 года явно привело к ужесточению условий кредита, однако позднее они улучшились с ослаблением денежной политики и снижением валютного курса во второй половине 2001 года.

Рост денежной массы (МЗ) в первой половине 2001 года не дотянулся до контрольной цифры в 4,5 процента, установленной ЕЦБ. Однако во втором полугодии 2001 года он существенно ускорился, достигнув в декабре (по сравнению с декабрем предыдущего года) 8 процентов. В значительной мере такое ускорение роста было вызвано временной корректировкой портфелей в пользу краткосрочных ликвидных активов в связи с ростом неопределенности после терактов 11 сентября и уменьшением вмененных издержек держания ликвидных активов в условиях падения ставок денежного рынка. Это указывает на необходимость осторожности при определении связи между денежной массой и инфляцией в краткосрочном плане (см. также раздел 2.3).

с) Бюджетно-финансовая политика

Циклическое замедление также привело в 2001 году к ухудшению состояния государственных бюджетов, вызванному действием автоматических стабилизаторов (снижением налоговых поступлений и ростом расходов, главным образом на пособия по безработице). Кроме того, такое развитие событий

ТАБЛИЦА 2.2.5

Сальдо консолидированного бюджета стран
Европейского союза, 2000–2002 годы
(В процентах от ВВП)

	Фактическое сальдо			Сальдо с поправкой на цикличность		
	2001 ^a	2001 ^b	2002	2000	2001	2002
Франция	-1,4	-1,5	-2,0	-1,8	-1,9	-1,9
Германия	1,2	-2,5	-2,7	-1,6	-2,3	-2,0
Италия	-0,3	-1,2	-1,2	-1,7	-1,2	-1,0
Австрия	-1,1	-0,2	-0,4	-1,9	-0,3	-0,2
Бельгия	0,1	0,0	-0,2	-1,0	-0,7	0,1
Финляндия	6,9	4,8	2,9	3,7	3,4	2,4
Греция	-1,1	0,0	0,3	-1,2	-0,8	-0,1
Ирландия	4,5	2,4	1,8	2,2	0,4	0,9
Люксембург	6,1	4,4	2,8	3,9	3,1	2,8
Нидерланды	2,2	1,3	0,5	0,1	0,8	0,8
Португалия	-1,5	-2,0	-1,6	-1,6	-2,5	-1,8
Испания	-0,3	0,1	-0,2	-1,1	-0,4	-0,3
Зона евро	0,3	-1,1	-1,4	-0,6	-0,7	-0,7
Дания	2,5	2,2	1,6	1,3	1,6	1,8
Швеция	4,1	3,9	1,6	2,4	3,0	1,5
Соединенное Королевство ..	4,3	1,2	0,4	1,6	1,0	0,6
ЕС-15	1,1	-0,5	-0,9	-0,6	-0,7	-0,7
<i>Для справки:</i>						
Япония	-7,6	-6,5	-5,9	..	..	..
Соединенные Штаты	1,7	-0,3	-3,6	..	..	..

Источник: European Commission, *European Economy, Supplement A*, No. 10/11 (Luxemburg), October/November 2001.

^a Включая поступления от УМТС в 2000 году для Австрии, Германии, зоны евро, ЕС-15, Италии, Нидерландов, Португалии и Испании.

^b Включая поступления УМТС в 2001 году для Бельгии, Греции, зоны евро, Дании и Финляндии.

усугубило снижение доходов и других налогов в соответствии с законами, принятыми в ряде стран. В результате дефицит консолидированных государственных бюджетов в зоне евро достиг в 2001 году 1,1 процента ВВП против 0,8 процента в 2000 году⁶⁵.

Однако между 12 странами зоны евро в 2001 году имелись некоторые различия в размерах и изменениях фактического бюджетного сальдо (таблица 2.2.5). Ввиду правил Пакта о стабильности и росте, установившего предел бюджетного дефицита в нормальных условиях в 3 процента ВВП, развитие ситуации в денежно-кредитной сфере вызывало растущую озабоченность в Германии, где в 2001 году дефицит вырос до 2,6 процента ВВП, на 1,3 процентного пункта выше, чем в 2000 году [исключая доходы от продажи лицензий на использование универсальной мобильной телекоммуникационной системы (УМТС) в 2000 году]. Кроме того, существенное увеличение бюджетного дефицита, до 2 процентов, имело место в Португалии. В Италии и Франции бюджетные дефициты в 2001 году составили соответственно 1,2 процента и 1,5 процента ВВП. Эти дефициты контрастировали с более благоприятным состоянием бюджета в менее

⁶⁵ Последняя цифра не включает доходы от продажи лицензий на использование УМТС; если учесть такие доходы, то в 2000 году имелся профицит в 0,3 процента ВВП.

крупных странах, которые либо близки к равновесию, либо сведены с приличным активом.

Изменения очищенных от цикличности структурных бюджетных дефицитов (в этом случае также без учета доходов от лицензий УМТС) служат общим показателем направленности бюджетно-финансовой политики. В масштабах всей зоны евро структурные дефициты были стабильны (1,3 процента ВВП) в период 1999–2000 годов, указывая на то, что бюджетно-финансовая политика оказывала нейтральное воздействие на экономическую активность. На уровне отдельных стран ее воздействие характеризовалось большими различиями, когда экспансия в некоторых странах (прежде всего Германии, Ирландии, Португалии, Финляндии, а также во Франции), компенсировалась нейтральной или ограничительной направленностью в других странах (таблица 2.2.5).

На фоне сохраняющихся циклических проблем прогнозируется дальнейший рост реальных бюджетных дефицитов в 2002 году. Критическая ситуация может возникнуть в Германии, где дефицит, как ожидается, останется на уровне 2,7 процента ВВП, то есть очень близко к 3-процентному потолку, установленному Пактом о стабильности и росте. В ряде стран (Бельгии, Греции, Дании, Ирландии, Нидерландах, Финляндии и Швеции) экономическая активность в 2002 году будет поддерживаться снижением подоходных и корпоративных налогов, однако такое снижение будет компенсироваться ростом в других странах, например в Германии. В итоге на 2002 год прогнозируется рост фактического дефицита бюджетов в зоне евро до примерно 1,5 процента ВВП. Однако с поправкой на цикличность дефицит, как ожидается, несколько уменьшится, указывая на то, что в 2002 году позитивных бюджетно-финансовых стимулов не будет.

ii) Другие западноевропейские страны

За пределами зоны евро в *Соединенном Королевстве* реальный ВВП вырос в 2001 году на 2,3 процента, значительно больше, чем в среднем по западной Европе, хотя итоговая цифра маскирует неуклонное замедление роста в ходе 2001 года. Как и в 2000 году, главным источником экономического роста служило динамичное личное потребление (таблица 2.2.2). Расходы домохозяйств поддерживались не только повышением доходов благодаря активному росту занятости, но и желанием домохозяйств привлекать заемные средства, что отчасти стимулировалось ростом цен на жилье⁶⁶.

⁶⁶ Связь между ценами на жилье и заимствованием обусловлена использованием жилья в качестве обеспечения. Однако рост цен на жилье также может вызывать увеличение потребительской уверенности и, таким образом, склонности к расходам. К. Aoki et al., "Why house prices matter", *Bank of England Quarterly Bulletin*, Vol. 41, No. 4, Winter 2001, pp. 460-468.

Государственное потребление и накопление также продолжали поддерживать внутреннюю активность. При этом активность капиталовложений предприятий в ходе 2001 года упала, а рост объема экспорта становился все более вялым в результате глобального торможения и последствий высокого курса фунта. Эти факторы привели к спаду в обрабатывающей промышленности, при этом в секторе услуг рост, напротив, по-прежнему оставался динамичным. В 2001 году изменения реального чистого экспорта по своему воздействию на экономическую активность были в целом нейтральными.

Ввиду разной динамики внутреннего и внешнего спроса дефицит в торговле товарами вырос в 2001 году до уровня, соответствующего 3,3 процента ВВП. Дефицит по текущим операциям оценивается в 1,5 процента ВВП, отражая крупный актив по невидимым статьям. Ситуация на рынке труда в 2001 году по-прежнему складывалась весьма благоприятно. В последнем квартале 2001 года (стандартизованная) норма безработицы продвинулась до 2,5 процента, но и эта цифра более чем на 3 процентных пункта не дотягивает до среднего показателя по зоне евро. Средние темпы инфляции, определяемые по индексу розничных цен за вычетом процентов по ипотечному кредиту (ИРЦ-Х), составили в 2001 году 2,1 процента, намного ниже установленного правительством контрольного показателя инфляции в 2,5 процента. Ввиду последствий ухудшения глобальной конъюнктуры, в ходе 2001 года Банк Англии в несколько этапов снизил свою базовую ссудную ставку на 2 процентных пункта, но с ноября не пересматривал ее. В 2001 году бюджетно-финансовая политика поддерживала экономическую активность. Правительство приступило к осуществлению программы массивных капиталовложений, нацеленную на обновление инфраструктуры (транспорт, здравоохранение, образование). Однако сальдо консолидированного бюджета в 2001 году было сведено с уверенным профицитом порядка 1,1 процента ВВП.

В *Дании* и *Швеции* ослабление по всем основным составляющим расходов привело в 2001 году к существенному замедлению экономического роста. В Швеции на экономической активности также существенно сказался глобальный кризис в секторе ИКТ, который привел к 30-процентному падению шведского экспорта в 2001 году.

За пределами ЕС *Турция* в 2001 году пострадала от глубокого финансового кризиса, после того как февральская девальвация привела к сумятице в финансовом секторе и глубокому спаду. Отмечалось заметное падение всех главных компонентов внутреннего спроса. Внутренняя активность поддерживалась только экспортом, который, однако, не смог предотвратить более чем 7-процентное падение ВВП (по сравнению с 2000 годом). Доля

чистого долга государственного сектора по отношению к ВВП резко выросла в 2001 году до 95 процентов с 57 процентов в предыдущем году, что было вызвано главным образом затратами на спасение банковской системы. Один из главных факторов, позволивших стране избежать дефолта по государственному долгу, – поддержка МВФ, предоставившего стране в течение года займы на общую сумму 31 млрд. долл. (В 2001 году Турция были крупнейшим получателем займов МВФ.) В феврале 2002 года оценка надежности страны финансовыми рынками существенно повысилась после того, как МВФ объявил о новом пакете, включавшем дополнительный кредит в 12 млрд. долларов. Он стал частью трехлетней программы, предусматривающей продолжение уже начатого процесса структурной адаптации, укрепление банковского сектора, достижение устойчивости бюджета и стабилизацию валютного курса и снижение инфляции. Для уменьшения государственного долга по отношению к ВВП и бремени обслуживания долга должен быть достигнут ежегодный профицит первичного бюджета в 6,5 процента ВВП. Для этой цели должна проводиться жесткая фискальная политика, включая повышение налогов, а также перестройку государственного управления и государственных предприятий. Банковский сектор получит дополнительные государственные средства для решения проблемы недействующих кредитов и создания условий для продолжения процессов консолидации и приватизации. Цель заключается в перестройке государственных банков и рекапитализации частных банков и в обеспечении соблюдения ими 8-процентного норматива достаточности капитала. Кроме того, усилия нацелены на укрепление банковского регулирования и надзора.

Девальвация и введение плавающего валютного курса привели к скачку инфляции. Цель программы заключается в подавлении инфляции с выходом на цифру в 35 процентов за год к концу 2002 года по сравнению с 73 процентами в феврале 2002 года. С этой целью ретроактивная индексация заработной платы будет прекращена и в течение 2002 года будет введено официальное таргетирование инфляции, которое будет осуществляться независимым центральным банком. Подавление инфляции должно привести к снижению процентных ставок, что, в свою очередь, позволит уменьшить расходы на обслуживание государственного долга, а, возможно, и даст банкам возможность возобновить финансирование частного нефинансового сектора. Таким образом, неуспех в деле снижения инфляции может поставить под угрозу достижение контрольных показателей состояния бюджета и экономического роста, предусмотренных в программе адаптации.

2.3 Две опоры денежно-кредитной стратегии ЕЦБ

В стратегии денежно-кредитной политики ЕЦБ базовый параметр темпов роста агрегата денежной массы М3 определяется как один из двух составляющих данной стратегии ЕЦБ по достижению и поддержанию стабильности цен. Вторая опора – это широкая оценка экономических переменных, позволяющих фиксировать инфляционный нажим в краткосрочной и среднесрочной перспективе.

Концептуальная основа заранее заданной стратегии денежно-кредитной политики строится на той идее, что несоответствия по времени и неопределенность относительно политических решений можно преодолеть, если связать руки центрального банка политическими правилами. Это также нашло отражение в институциональных механизмах денежно-кредитной политики в зоне евро: ЕЦБ – независимый институт, однако в своей деятельности по достижению и поддержанию ценовой стабильности он ограничен своим уставом. Вместе с тем он может по своему усмотрению давать определение равно стабильности цен, как и определять стратегию ее достижения. Термин "стратегия" в принципе обозначает процесс принятия решений, то есть использования инструментов для достижения конечных целей денежно-кредитной политики.

В более общем плане необходимость стратегии денежно-кредитной политики обусловлена тем исключительно сложным окружением, в котором центральный банк должен достигать своих конечных целей⁶⁷. Поскольку центральные банки не могут непосредственным образом достичь своих конечных целей, то есть главным образом стабильности цен и создания благоприятных условий для экономического роста и занятости, им приходится прибегать к промежуточным (или оперативным) контрольным показателям денежно-кредитной политики как ориентирам, используемым ими при принятии своих решений о процентных ставках. В силу весьма ограниченного понимания так называемого передаточного механизма денежно-кредитной политики, центральный банк не может основываться на какой-либо одной надежной макроэкономической модели для получения достоверных прогнозов своих оперативных контрольных показателей. Вместо этого приходится использовать несколько моделей, и, кроме того, здесь неизбежно присутствует большой субъективный элемент.

В принципе промежуточное таргетирование можно считать попыткой сведения сложной картины реального мира к одному или нескольким значимым показателям, способным указывать на то, в каком

⁶⁷ Общий анализ см. P. Bofinger, *Monetary Policy. Goals, Institutions, Strategies, and Instruments* (Oxford, Oxford University Press, 2001).

направлении должна двигаться денежно-кредитная политика. Разумеется, важное требование заключается в том, чтобы центральный банк имел контроль над своим оперативным целевым показателем и наличествовала стабильная связь между промежуточным показателем и конечным показателем. Иными словами, ввиду конечной цели стабильности цен промежуточный контрольный показатель должен надежно предсказывать инфляцию. В принципе выбор промежуточного показателя равнозначен принятию простого правила, направляющего политическую реакцию центрального банка.

Если такое правило удастся определить, то это будет иметь двойное преимущество облегчения принятия решений внутри компетентного органа (в данном случае – в Совете управляющих ЕЦБ), а также более понятного разъяснения рынкам и обществу в целом тех установок, которые определяют решения центрального банка, касающиеся процентных ставок. В этом отношении такая стратегия способна повысить прозрачность, а тем самым и надежность денежно-кредитной политики.

С самого начала своей деятельности ЕЦБ должен был сделать выбор между, по существу, двумя возможными вариантами стратегии денежно-кредитной политики – инфляционным таргетированием или денежно-кредитным таргетированием. Обе стратегии имеют своей конечной целью стабильность цен, однако различаются по своим промежуточным контрольным параметрам. При таргетировании денежной массы в качестве промежуточного контрольного параметра берут рост расширенного агрегата денежной массы (например, M2 или M3) на основе количественной теории денег. Напротив, в случае инфляционного таргетирования промежуточным контрольным параметром для центрального банка являются ожидаемые в настоящее время темпы будущей инфляции, как правило, при горизонте прогноза в два года. На практике различия между обеими стратегиями невелики, просто в случае денежно-кредитного таргетирования при разработке денежно-кредитной политики и при разъяснении денежной политики обществу больше внимания уделяется агрегатам денежной массы⁶⁸.

Как вновь созданный институт ЕЦБ также столкнулся с проблемой укрепления своей репутации и своего авторитета. По-видимому, в частности, по этой причине он предпочел следовать традиции Бундесбанка, объявлявшего контрольные показатели движения денежной массы с 1974 по 1998 год, когда проведение денежной политики перешло к ЕЦБ⁶⁹.

Поскольку Бундесбанк фактически направлял денежные процессы в ЕВС с момента ее создания в 1979 году, вероятно, это обосновывалось тем, что акцент на денежно-кредитное таргетирование поможет ЕЦБ с самого начала его деятельности унаследовать доверие к Бундесбанку. Кроме того, видимое преимущество расширенных денежных агрегатов заключается в том, что данные по ним всегда легко рассчитывать и своевременно публиковать.

Однако ввиду неопределенности на момент начала третьего этапа ЭВС относительно стабильности функции спроса на деньги в зоне евро – и связанной с этим неопределенности в отношении наличия сильной и устойчивой долгосрочной связи между ростом денежной массы и доходами – ЕЦБ решил использовать более слабую форму контрольного параметра, прямо не объявляя контрольный показатель денежной массы.

Следует отметить, что центральные банки ряда крупных стран, например Канады, Соединенного Королевства и Соединенных Штатов, отошли от денежно-кредитного таргетирования, поскольку связь между широкими агрегатами денежной массы и общеэкономической активностью (и, следовательно, инфляцией) не оказалась настолько стабильной, чтобы оправдывать их использование при разработке денежной политики⁷⁰. Причины этого усматривают в основном в развитии и интернационализации рынков денег и капитала, финансовых инноваций и технологии платежной системы.

В самом деле, трудности, связанные с использованием таргетирования денежной массы, уже стали явными по опыту Бундесбанка, который очень часто не достигал своих целей регулирования денежной массы, однако сохранял свою репутацию гаранта стабильности цен. Это указывает на то, что на практике Бундесбанк следовал весьма прагматичной политике, которая не была заиклена на изменениях денежных агрегатов. Решения денежной политики скорее основывались на учете ряда факторов, таких как фаза экономического цикла, международная экономическая конъюнктура, процессы на денежных рынках и рынках капитала, а также динамика цен и валютных курсов. Кроме того, отмечалась значительная степень сглаживания процентных ставок, позволяющая считать, что политический инструментарий менялся только тогда, когда на необходимость этого указывали процессы в достаточном числе областей⁷¹. Так, эконометрические оценки реактивной функции денежной политики Бундесбанка едины в том, что рост денежной массы

⁶⁸ В. Bermanke, T. Laubach et al., *Inflation Targeting* (Princeton and Oxford, Princeton University Press, 1999).

⁶⁹ На практике Бундесбанк был единственным ведущим центральным банком, устанавливавшим контрольные параметры денежной массы за столь длительный период времени.

⁷⁰ По этому поводу можно привести известное саркастическое замечание руководителя одного центрального банка: "Мы не отказались от параметров денежной массы, это те отказались от нас".

⁷¹ J. von Hagen, "Geldpolitik auf neuen Wegen (1971-1978)", в: Deutsche Bundesbank (ed.), *Fünfzig Jahre Deutsche Mark: Notenbank und Währung in Deutschland seit 1948* (C.H. Beck, Munich, 1998), pp. 439-473.

оказал очень небольшое воздействие на его политику регулирования процентных ставок⁷².

В случае ЕЦБ опыт первой опоры не слишком отличается от опыта Бундесбанка. На протяжении большей части периода с 1999 года рост МЗ перекрывал контрольный параметр, остававшийся неизменным на уровне 4,5 процента с момента создания валютного союза.

В декабре 2001 года ЕЦБ скорректировал агрегат денежной массы МЗ, включив в него средства денежного рынка и краткосрочные облигации зарубежных держателей. По предварительным оценкам, это снизило ежегодные темпы роста МЗ примерно на три четверти процентного пункта, и, таким образом, на протяжении нескольких месяцев увеличение денежной массы было ниже контрольного значения. Однако с июня 2001 года скорректированный агрегат МЗ стал демонстрировать тенденцию роста, все больше превышая контрольное значение. В декабре 2001 года МЗ вырос на 8 процентов по сравнению с предыдущим годом (диаграмма 2.3.1).

Эти наблюдения обосновывают то мнение, что двухпорный подход многими воспринимается как не заслуживающий доверия в силу той возможности, что эти опоры могут быть разнонаправленными⁷³. Если, как это было объявлено ЕЦБ, в его стратегии закреплена "ведущая роль" за денежной массой, то тогда политику регулирования процентных ставок ЕЦБ, которая находит близкое отражение в рыночной ставке по суточным кредитам, трудно примирить с направлениями, на которые указывает первая опора (диаграмма 2.3.1). Когда ЕЦБ в апреле 1999 года снизил свою главную ставку рефинансирования, рост МЗ превышал базовое значение 4,5 процента, и банк сдерживал процентные ставки на низком уровне до ноября 1999 года, при этом рост МЗ по-прежнему был выше базового значения. Последующая серия повышений процентных ставок, продолжавшаяся до октября 2000 года, была совместима с непересмотренными данными денежной статистики, однако в ретроспективе такой совместимости не было в случае решений, принятых в конце августа и в октябре 2000 года. Кроме того, трехкратное снижение процентных ставок с конца августа 2001 года по начало ноября 2001 года произошло в тот период, когда рост денежной массы опережал контрольные параметры и даже ускорился⁷⁴.

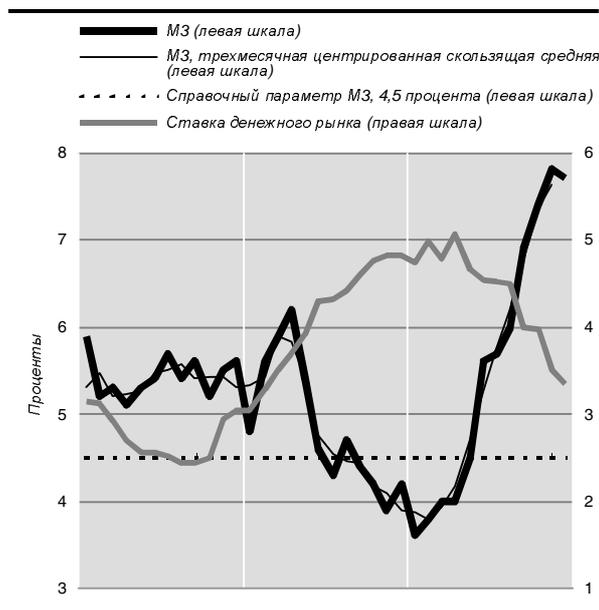
⁷² R. Clarida, M. Gertler, *How the Bundesbank Conducts Monetary Policy*, NBER Working Paper Series, No. 5581 (Cambridge, MA), May 1996.

⁷³ D. Gros, "The ECB's unsettling opacity: on transparency", доклад, представленный Денежно-кредитному комитету Европейского парламента (Брюссель) 11 мая 2001 года.

⁷⁴ Имелись указания на то, что ЕЦБ не ослабил своей денежно-кредитной политики с учетом необходимости более динамичного экономического роста, будучи озабочен низким курсом евро по отношению к доллару.

ДИАГРАММА 2.3.1

Рост МЗ и ставки денежного рынка в зоне евро, 1999–2001 годы
(Изменение в процентах к предыдущему году)



Источник: Европейский центральный банк [www.ecb.int].
Примечание: Данные по МЗ с сезонной и календарной поправкой.
Ставка денежного рынка – ставка по суточным депозитам.

Разумеется, это не означает, что решений о пересмотре процентных ставок не надо было принимать. Однако в итоге первая опора не смогла сыграть доминирующей и последовательной роли в политических решениях ЕЦБ. Кроме того, статистические поправки МЗ ставят под сомнение главную цель этой первой опоры – ее декларируемую прозрачность.

Главная причина таких недостатков заключается в нестабильности спроса на деньги в краткосрочной перспективе. Помесячные (по сравнению с тем же месяцем прошлого года) темпы роста МЗ обычно подвержены гораздо большим колебаниям, чем соответствующие темпы инфляции или изменения других главных макроэкономических параметров. Поэтому сопоставление фактических изменений МЗ (даже скользящих средних показателей за три месяца) с контрольным параметром неизбежно дает хаотические сигналы для политики регулирования процентных ставок.

Иными словами, использование расширенных агрегатов денежной массы, например МЗ, при разработке и проведении стратегии денежной политики имеет смысл лишь в среднесрочной перспективе или даже в более долгосрочном контексте. Такая среднесрочная перспектива отражена в недавних расчетах номинального и реального денежного

разрыва, проведенных ЕЦБ⁷⁵. Номинальный разрыв определяется как выраженное в процентных пунктах отклонение фактического агрегата МЗ от уровня, который наблюдался бы в том случае, если бы МЗ рос темпами, соответствующими контрольным параметрам, с использованием декабря 1998 года в качестве базисного периода. Сходным образом, реальный разрыв определяется как номинальный разрыв за вычетом отклонения потребительских цен от стабильных цен, согласно определению последних, также с использованием в качестве базисного периода декабря 1998 года.

Хотя такой подход лучше упора на помесечные изменения денежной массы, он все же дает лишь частное решение. Во-первых, выбор декабря 1998 года в качестве базисного периода предполагает, что денежные агрегаты в этом месяце находились в состоянии равновесия. Пока что ЕЦБ не рассматривал этого вопроса. Во-вторых, расчеты реального денежного разрыва с использованием фактических отклонений потребительских цен от цен по определению ценовой стабильности игнорируют сравнительно длинные лаги (порядка шести кварталов) между монетарными импульсами и уровнем цен.

Другая важная причина того, почему изменения МЗ не могут служить надежным ориентиром для денежной политики в краткосрочном плане, связана с неясной эластичностью процентных ставок по спросу на МЗ. В ходе 2000 года ЕЦБ пытался обосновать повышение официальных процентных ставок высоким ростом МЗ. С этим можно согласиться, только если повышение краткосрочных процентных ставок оказывает негативное воздействие на спрос на МЗ. Однако такая отрицательная эластичность процентных ставок была выявлена только для спреда между номинальными долгосрочными и краткосрочными процентными ставками⁷⁶. Иными словами, повышение краткосрочных процентных ставок, которое не передается ставкам на длинном конце диапазона сроков погашения, обычно будет оказывать на спрос на МЗ *положительное* воздействие, и наоборот. Недавно ЕЦБ косвенным образом признал это, отметив, что одним из факторов высокого роста МЗ послужила "плоская кривая доходности"⁷⁷.

Итак, первую опору стратегии денежной политики ЕЦБ нельзя считать способствующей прозрачности и пониманию обществом решений ЕЦБ, касающихся процентных ставок. Наоборот, первая опора – это скорее препятствие для действенного

контакта с обществом⁷⁸. Неоднократные попытки объяснить, что превышение базовых параметров вызвано специфическими факторами, значительные разовые корректировки базовой статистики денежной массы, призванные учесть последствия наличия пакетов бумаг денежного рынка и краткосрочных долговых обязательств у нерезидентов зоны евро, и неоднозначное воздействие краткосрочных процентных ставок на рост МЗ, – все это способствовало постоянной путанице в отношении роли первой опоры при проведении денежной политики в зоне евро. Это заставляет поставить более широкий вопрос: действительно ли связь между денежной массой и доходами в долгосрочном плане оправдывает "весомую роль", определенную для МЗ в политической стратегии ЕЦБ, с учетом его нацеленности на краткосрочную и среднесрочную перспективу. Сейчас, возможно, было бы лучше включить отслеживание изменений денежной массы во вторую опору, то есть широкую оценку ведущих показателей инфляции в краткосрочной и среднесрочной перспективе.

Вторая опора стратегии ЕЦБ – де-факто инфляционный прогноз, хотя ЕЦБ использует термин "оценка перспектив инфляции". При этом не совсем ясно, чем "оценка перспектив инфляции" концептуально отличается от "прогноза инфляции". В принципе, оценка инфляции основывается на наблюдении за всеми экономическими параметрами, которые служат ведущими показателями динамики цен. К ним, в частности, относятся затраты на рабочую силу, курс евро, курсы облигаций и кривая доходности, показатели активности реального сектора, показатели бюджетно-финансовой политики и индексы цен и затрат, а также обследования предприятий и потребителей⁷⁹.

Поскольку действия ЕЦБ нельзя удовлетворительным образом объяснить характером эволюции первой опоры, ЕЦБ, должно быть, проводил де-факто политику инфляционного таргетирования⁸⁰. Проблема заключается в том, что ЕЦБ, несмотря на свои обещания, не публикует прямых прогнозов инфляции, на которых основываются его оценки инфляции⁸¹. Поэтому трудно судить, насколько велика та роль, которую играет вторая опора во внутреннем процессе принятия решений, и такая недостаточная

⁷⁸ См. также A. Alesina et al., *Defining a Macroeconomic Framework for the Euro Area. Monitoring the European Central Bank 3* (CEPR, London, 2001), pp. 47-48.

⁷⁹ ECB, "The stability-oriented monetary policy strategy of the eurosystem", *Monthly Bulletin* (Frankfurt am Main), January 1999, pp. 39-50.

⁸⁰ Утверждалось, что Бундесбанк на практике также занимался таргетированием инфляции, а денежным таргетированием – только на словах. L. Svensson, "Price stability as a target for monetary policy: defining and maintaining price stability", доклад, представленный на конференции Бундесбанка на тему *Процесс денежной передачи: последние события и уроки для Европы* (Франкфурт-на-Майне), 26–27 марта 1999 года.

⁸¹ W. Duisenberg, *Presentation of the ECB's Annual Report 1998 to the European Parliament, Introductory Statement* (Strasbourg), 26 October 1999.

⁷⁵ ECB, "Framework and tools of monetary analysis", *Monthly Bulletin* (Frankfurt am Main), May 2001, pp. 41-58, и June 2001, p. 9.

⁷⁶ G. Coenen, J.-L. Vega, *The Demand for M3 in the Euro Area*, ECB Working Papers, No. 6 (Frankfurt am Main), September 1999.

⁷⁷ Пресс-конференция ЕЦБ, 30 августа 2001 года [www.ecb.int].

прозрачность затрудняет контакт с обществом и ослабляет подотчетность Банка. Разумеется, ЕЦБ может всегда объяснить свои решения по поводу процентных ставок, сославшись на динамику одного или нескольких из параметров, включенных в оценку инфляции, однако вряд ли это можно назвать стратегией.

Кроме того, неопределенность, связанная с денежной политикой ЕЦБ, усиливается принятым им определением ценовой стабильности – "увеличение гармонизированного индекса потребительских цен (ГИПЦ) по сравнению с тем же периодом предыдущего года в зоне евро менее чем на 2 процента". Это асимметричный контрольный показатель, когда задается лишь верхняя граница диапазона. Нижняя граница в первоначальных заявлениях ЕЦБ никогда прямо не указывалась, однако затем он пояснил, что его определение исключает *снижение* индекса цен. Это может означать, что контрольный диапазон лежит в пределах 0–2 процента, однако нет каких-либо данных, указывающих на то, что основное внимание при проведении политики уделяется средней части этого диапазона.

То, что ЕЦБ не задал нижнюю границу этого диапазона, он мотивировал тем, что размер систематической ошибки измерения при расчетах ГИПЦ еще не ясен. Хорошо известно, что индексы цен неполно фиксируют изменения качества и появление новых товаров и поэтому обычно завышают "истинные" темпы инфляции. Такая систематическая ошибка измерения будет варьироваться по странам, однако, по имеющимся оценкам, систематическое завышение составляет порядка 1 процентного пункта. Это, видимо, позволяет считать, что для устранения риска дефляции фактическая нижняя граница диапазона темпов инфляции должна быть значительно выше 1 процента. Некоторые ключи к разгадке дает то, каким образом ЕЦБ определяет свой базовый параметр роста денежной массы (М3), основываясь на количественной теории денег. Это, возможно, предполагает темпы инфляции в 1,5 процента⁸². Если это средняя точка контрольного диапазона инфляции ЕЦБ, то нижняя граница инфляции, видимо, 1 процент⁸³.

Такой недостаток ясности относительно нижней границы диапазона инфляции имеет негативные последствия для прозрачности и надежности денежной политики. Он повышает неопределенность в отношении функции политической реакции, поскольку то, станет ли ЕЦБ принимать меры в случае

замедления инфляции ниже 2 процентов и когда именно, становится вопросом догадок. Этого можно было бы избежать, установив симметричный контрольный показатель инфляции (подобно устанавливаемому Банком Англии), когда выход из этого диапазон вверх или вниз считался бы равно нежелательным и в обоих случаях требовал бы корректировочных действий Банка.

Кроме того, неясно, в какой мере ЕЦБ реагирует на "общие" темпы инфляции, а не на базовые темпы. Базовая инфляция обычно исключает продовольственные и энергетические цены, которые, как правило, подвержены большим колебаниям, чем цены на другие товары. Поэтому она позволяет сосредоточить внимание на тренде инфляции, элиминируя некоторые краткосрочные отклонения. Устранение параметров, на которые денежные политика не оказывает особого воздействия, помогает избежать заблуждений на счет того, в какой степени органы денежного регулирования способны контролировать инфляцию⁸⁴. У этого, правда, есть и обратная сторона, поскольку прозрачность и контакт с обществом становятся проблемой, когда показатель инфляции трактуется чересчур узко и менее понятен для общества. Попытки вывести простое правило (функция критической реакции) из характера изменений процентных ставок, предпринятых ЕЦБ, позволяют считать, что это гибридное правило, в котором прогноз базовой инфляции и общей инфляции имеют равный вес⁸⁵.

Кроме того, нет единства мнений по поводу оптимальных темпов (низкой) инфляции. Следует подчеркнуть, что понижательная неэластичность цен и заработной платы оставляет слишком мало возможностей для плавного изменения отнесенных цен, если контрольный показатель инфляции слишком низок (учитывая также систематическое завышение при исчислении индексов потребительских цен). Это могло бы иметь отрицательные последствия для производства и занятости⁸⁶. Без каких-либо четких заявлений со стороны денежных властей рынкам и другим наблюдателям приходится самим гадать о том, какие темпы (или диапазон) инфляции ЕЦБ считает наиболее желательными, а также каковы последствия этого для установления процентных ставок. В самом деле, такое "гадание" о фактическом целевом диапазоне и считающихся оптимальными темпах инфляции в его средней точке основывается на

⁸⁴ L. Svensson, "Price stability as a target for monetary policy ...", *op. cit.*

⁸⁵ A. Alesina et al., *op. cit.* Следует подчеркнуть, что прогнозы инфляции, отраженные в этих подсчетах, не составлены ЕЦБ, а основаны на опросах ожиданий в отношении потребительских цен, опубликованных журналом *Экономист*.

⁸⁶ С. Wyplosz, "Do we know how low inflation should be?", доклад, представленный на первой Конференции центральных банков на тему *Для чего нужна стабильность цен?*, организованной ЕЦБ (Франкфурт-на-Майне), 2–3 ноября 2000 года (пересмотренный вариант 2001 года); G. Akerlof et al., "The macroeconomics of low inflation", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1 (Washington, D.C.), 1996, pp. 1-76.

⁸² Эта цифра получена как разность между изменением денежной массы (4,5 процента) и снижением тренда скорости обращения денег (0,75 процента) и оцененными потенциальными темпами роста производства в 2,25 процента.

⁸³ L. Svensson, *The First Year of the Eurosystem: Inflation Targeting or Not?*, Institute for International Economic Studies (Stockholm University), February 2000.

соображениях простой допустимости. Однако вполне может оказаться, что фактический контрольный показатель ЕЦБ находится не в центре этого интервала, а смещен в ту или другую его сторону⁸⁷.

Из этого следует вывод, что, хотя первая опора денежной стратегии ЕЦБ чрезмерно замыкается денежным агрегатом М3, ее вторая опора чересчур широка для того, чтобы она могла давать какие-то ориентиры относительно внутреннего процесса принятия решений ЕЦБ или установления четкого контакта с рынками и обществом в целом.

Отсутствие прозрачных рамок и стратегии денежной политики ЕЦБ было особенно наглядным в ходе 2001 года, когда все большее число наблюдателей критиковали Банк за то, что он снижал свои процентные ставки "слишком мало и слишком поздно". Неопределенность, окружающая денежную стратегию ЕЦБ, рискует подорвать действенность его политики. Действенность денежно-кредитной политики во многом зависит от надежности центрального банка и прозрачности его политических действий. Центральный банк обладает контролем только над очень краткосрочной процентной ставкой (его главной ставкой рефинансирования). Однако ввиду доминирующей роли долгосрочного финансирования в расходах государственного и частного секторов, экономика в основном реагирует на процентные ставки за более длительный период. Если центральный банк не пользуется доверием, его действия необязательно отразятся в процентных ставках на более длительные сроки, устанавливаемых финансовыми рынками. Таким образом действие денежных передаточных механизмов будет сдерживаться, а эффективность денежно-кредитной политики будет, соответственно, уменьшаться.

2.4 Некоторые размышления по поводу "слабости" евро

Позитивная экономическая динамика зоны евро с 1999 года, особенно до первой половины 2000 года, сопровождалась постоянным снижением курса евро по отношению к другим основным валютам, включая доллар, иену и фунт стерлингов.

Особое внимание обращало на себя движение курса евро–доллар, что вызвано не только слабостью евро, но и силой доллара по отношению к другим валютам. В феврале 2002 года за период с введения этой валюты евро потерял примерно 25 процентов своей стоимости по отношению к доллару. С переходом к наличному обращению евро в начале 2002 года этой валюте постоянно не удавалось пробить барьер 90 центов за доллар. За первые два года после его введения евро значительно ослабел по отношению

к иене, почти на 30 процентов, прежде чем в 2001 году на верстал часть курсового снижения. В феврале 2002 года по сравнению с январем 1999 года курс евро–иена снизился чуть больше чем на 11 процентов.

Однако если взять более длительный прошлый период, используя курс ЭКЮ–доллар до 1999 года, то снижение евро по отношению к доллару представляется более длительной тенденцией, прослеживаемой с 1995 года. Это позволяет взглянуть на снижение курса евро с 1999 года и на недолгое повышение предшествовавших ему валют в 1998 году в более длительной перспективе. В период до 1999 года ЭКЮ оставался примерно стабильным по отношению к большинству других валют.

Индекс реального эффективного курса зоны евро, подсчитанный Евростатом, снизился с 1999 по январь 2002 года примерно на 17 процентов, достигнув самой низкой точки в октябре 2000 года, когда он потерял свыше 22 процентов своей стоимости с 1995 года.

Большинство эмпирических исследований равновесного уровня "синтетического" евро указывают на то, что с учетом фундаментальных макроэкономических факторов его нынешний курс существенно занижен, возможно, на целых 20 процентов в среднесрочной перспективе⁸⁸.

и) Возможные факторы слабости евро

Причины слабости евро подробно обсуждались. Некоторые предложенные предположения выглядят менее правдоподобными, чем другие. Так, Френкель и Мусса⁸⁹ показали, что при допущении рикардова равенства фискальное ужесточение ведет к постоянному увеличению позиции страны по чистым финансовым активам. При условии, что такая фискальная консолидация носит постоянный характер, это приведет к повышению равновесного курса. Хотя после заключения Пакта о стабильности и росте во всей зоне евро произошла масштабная фискальная консолидация, это, по-видимому, не укрепило евро.

Точно так же идея, согласно которой реальный курс валюты страны будет снижаться в результате негативного шока "условий торговли", на первый взгляд хорошо коррелирует со снижением эффективного курса евро с момента его введения. Оно произошло одновременно со взлетом мировых цен на нефть, ставшим для зоны евро, ее нетто-импортером, негативным шоком "условий торговли". Однако чистый импорт нефти зоны евро был лишь немного

⁸⁷ E. Clifton. *Inflation Targeting: What is the Meaning of the Bottom of the Band?* IMF Policy Discussion Paper, PDP/99/8 (Washington, D.C.), December 1999.

⁸⁸ Анализ таких исследований провели V. Koen et al., *Tracking the Euro*, OECD Economics Department Working Paper No. 298 [ECO/WKP(2001)24] (Paris), June 2001; и ECB, "Economic fundamentals and the exchange rate of the euro", *Monthly Bulletin* (Frankfurt am Main), January 2002, p. 51, box 2.

⁸⁹ J. Frenkel, M. Mussa, "Exchange rates and the balance of payments", в: R. Jones, P. Kenen (eds.), *Handbook of International Economics Volume 2* (Amsterdam, Elsevier, 1988).

выше импорта Соединенных Штатов, поэтому можно ожидать, что этот эффект был незначительным.

Понимание динамики валютного курса и определяющих его факторов затрудняется тем обстоятельством, что они играют в экономике сложную роль и взаимодействуют с рядом параметров, включая реальные процентные ставки, торговый баланс и баланс движения капитала. Все эти параметры в большой мере зависят от ожиданий участников рынка. Кроме того, имеются краткосрочные эффекты, например различия в реальных процентных ставках и психологические факторы, которые приводят к временным отклонениям валютного курса от его долгосрочной траектории.

а) Денежный метод

Одно из направлений экономической теории, в рамках которого были предприняты попытки пролить свет на динамику валютного курса, – теория относительного паритета покупательной способности (ППС), которая утверждает, что процентное изменение валютного курса за какой-либо период времени равняется разности между темпами инфляции внутри страны и за рубежом. Денежный метод анализа динамики валютного курса строится на том допущении, что в долгосрочном плане (после адаптации цен) валютный курс полностью определяется относительным предложением денег и спросом на них, то есть:

$$e\left(\frac{d}{f}\right) = \frac{P_d}{P_f} = \frac{M_d^S}{M_f^S} \cdot \frac{M_f^D(i_f, Y_f)}{M_d^D(i_d, Y_d)},$$

где индексы d и f обозначают, соответственно, параметры внутри страны и за рубежом, M^S и M^D – предложение денег и спрос на них, определяемые процентной ставкой i и доходом Y , а e – номинальные процентные ставки (единиц иностранной валюты за единицу национальной валюты).

Такой метод предполагает, что после корректировки уровня цен равновесный реальный валютный курс постоянен. Принимается, что адаптация, приводящая к установлению равновесия, происходит моментально. Однако такой метод не позволил дать удовлетворительное объяснение отклонения валютных курсов от их равновесных траекторий. На практике оказалось, что реальные валютные курсы выстраиваются в случайную линию. Кроме того, данные группового анализа показывают, что скорость адаптации к траектории равновесия весьма мала.

Поэтому были предложены новые идеи, призванные объяснить наблюдаемую динамику валютных курсов, которые основаны на фундаментальных макроэкономических факторах,

включая динамику внутренних и иностранных цен на товары и услуги, относительный рост производительности труда, шоки "условий торговли", бюджетно-финансовые параметры и позицию данной страны по международным инвестициям⁹⁰.

б) Сдвиги в портфеле

Согласно теории баланса портфелей, увеличение относительного чистого предложения активов, выраженных в национальной валюте, должно привести к снижению их стоимости по отношению к иностранным активам, что увеличивает их доходность в национальной валюте и снижает валютный курс.

Такой эффект реализуется главным образом через канал надбавки за риск и канал платежного баланса. Первый возникает в случае увеличения чистого внешнего долга страны, который должен финансироваться международными инвесторами. Однако это повышает надбавку за риск, требуемую инвесторами в обмен на сохранение их инвестиций в этой стране. При данной ставке процента повышение такой надбавки за риск требует снижения курса валюты страны должника.

Было показано, что шоки надбавки за риск – возможный источник зашкаливания валютного курса⁹¹. По модели Дорнбуша⁹² изменение денежно-кредитной политики в условиях краткосрочных факторов жесткости вызывает зашкаливание валютного курса, а согласно этому дополнению возникает шок рисковей премии на валютном рынке. Таким образом, автор выделяет шоки надбавки за риск в качестве важного источника отклонений от равновесной траектории валютного курса.

Канал платежного баланса действует в том случае, когда положительное сальдо торгового баланса необходимо для выплаты процентов по внешнему долгу, образовавшемуся из-за чрезмерного дефицита по текущим операциям. Этого можно достичь, снижая курс валюты.

Введение евро привело к резкому росту выпуска (внутренними и иностранными источниками) выраженных в евро долговых обязательств по отношению к обязательствам в прежних валютах, за счет ценных бумаг как в долларах, так и в иенах. Доля новых фондовых ценностей, выраженных в евро,

⁹⁰ ECB, "Economic fundamentals...", op. cit., p. 42; J. Coppel et al., *EMU, the Euro and the European Policy Mix*, OECD Economics Department Working Paper No. 232 [ECO/WKP(2000)5] (Paris), February 2000.

⁹¹ См. А. Isaac, "Risk premia and overshooting", *Economics Letters*, No. 61, 1998, pp. 359-364, который развил идеи новаторской работы Дорнбуша о зашкаливании валютного курса.

⁹² R. Dornbusch, "Exchange rate expectations and monetary policy", *Journal of International Economics*, No. 6, August 1976, pp. 231-244; К. Rogoff, "Dornbusch's overshooting model after twenty-five years", Манделл-Флемингская лекция, прочитанная на второй Ежегодной исследовательской конференции МВФ (Вашингтон) 30 ноября 2001 года.

выросла с 25–30 процентов всех новых выпусков до введения евро до примерно 40–45 процентов⁹³.

По-видимому, это происходило в результате замены эмитентами-резидентами ценных бумаг, выраженных в иностранной валюте, на бумаги в евро ввиду повышения однородности и ликвидности внутреннего рынка капитала, в то время как эмитенты-нерезиденты руководствовались необходимостью выхода на этот рынок. Кроме того, волна поглощений и слияний существенно увеличила финансовые потребности европейских корпораций; помимо этого важную роль могли сыграть и низкие процентные ставки.

Данный процесс, вероятно, оказывал понижающий нажим на евро, хотя моделирование такого рода эффекта затруднено недостаточностью данных и структурными сдвигами. Однако некоторые аналитики выразили сомнения в значимости упомянутого канала, утверждая, что этот эффект будет зависеть от срока погашения долга⁹⁴. Более длительные сроки погашения с меньшей вероятностью потребуют адаптации валютного курса, в то время как в случае коротких сроков погашения можно было бы ожидать того, что ЕЦБ прореагирует на падение курсов ценных бумаг политикой экспансии на открытом рынке. Однако это, по-видимому, не подтверждается фактами.

с) Падение спроса на валюту

С 1997 года спрос на валюту в зоне евро существенно снизился. Расчеты показывают, что за период 1997–2000 годов спрос на европейскую валюту упал на 48 млрд. евро ниже тенденции, определяемой по времени, ВВП и процентными ставками⁹⁵. Особенно резкое падение в ходе 2001 года указывает на то, что с 1997 года по октябрь 2001 года совокупный спрос на европейскую валюту снизился примерно на 90 млрд. евро.

В объяснение такого явления приводится несколько причин, отчасти вытекающих из фрагментарных данных. Например, на каждые три немецкие марки, обращавшиеся в зоне евро, приходилась одна марка за пределами зоны евро. Такие суммы валюты за пределами зоны евро, возможно, конвертировались в местные валюты вновь образовавшихся государств восточной Европы, по мере того как к концу 90-х годов население стало считать их достаточно надежными. Кроме того, для большей скрытности крупные суммы наличных, полученные из незаконных источников, возможно, были конвертированы не в евро, а в другие валюты.

Другая возможная причина такого падения спроса на валюту могла быть связана с более широким использованием безналичных платежей в результате технологических достижений.

Все это, вероятно, вело к понижающему давлению на курс евро. Так, по оценкам⁹⁶, на каждый дополнительный миллиард долларов чистых покупок долларов цена доллара в евро увеличивается примерно на 0,4 цента. Это, возможно, объясняет обесценение евро к доллару на 30–40 центов, если зафиксированное снижение спроса на евро привело в тех же масштабах к увеличению спроса на доллары. Этого было бы достаточно для объяснения фактического снижения курса валют зоны евро с 1997 года, составившего порядка 40 центов. Однако привело ли снижение спроса на евро и валюты зоны евро к росту спроса на доллары в таких же масштабах – сказать трудно.

d) Относительный рост производительности труда

Хорошо известный эффект Балассы–Самуэльсона предполагает, что увеличение производительности труда в секторе экспортного производства по отношению к сектору производства неэкспортируемых товаров связано с реальным повышением курса национальной валюты. Поэтому в странах с более низким ростом производительности труда в долгосрочной перспективе должно происходить снижение реального курса их валюты по отношению к валютам стран с более высоким ростом производительности труда.

Мереди⁹⁷ сообщает о тесной корреляции между проявляющимся с запаздыванием разрывом в производительности труда между зоной евро и Соединенными Штатами и изменением двустороннего валютного курса с 1999 года. Однако масштабы такого эффекта, по-видимому, невелики⁹⁸.

Другой канал влияния роста производительности труда на валютный курс в краткосрочном плане – канал реальных процентных ставок. Повышение роста производительности труда приводит к увеличению как инвестиционного спроса, так и потребления домохозяйств (в силу ожиданий повышения будущих доходов). В среднесрочной перспективе общее увеличение производительности труда может поддерживать валютный курс в силу повышения реальных процентных ставок и улучшения перспектив экономического роста.

⁹³ По данным Банка международных расчетов, валовая эмиссия выраженных в евро долговых обязательств в ходе первой половины 2001 года составила 408,5 млрд. долл. при общей стоимости новых выпусков в 1113,5 млрд. долл.

⁹⁴ Европейская группа экономических консультаций в CESifo, *Report on the European Economy* (Munich), 2002.

⁹⁵ Ibid.

⁹⁶ M. Evans, R. Lyons, *Order Flow and Exchange Rate Dynamics*, NBER Working Paper, No. 7317 (Cambridge, MA), August 1999.

⁹⁷ G. Meredith, *Why Has the Euro Been So Weak?*, IMF Working Paper WP01/155 (Washington, D.C.), October 2001.

⁹⁸ S. Tille et al., "To what extent does productivity drive the dollar?", Federal Reserve Bank of New York, *Current Issues in Economics and Finance*, Vol. 7, No. 8, August 2001, pp. 1-6.

В самом деле, имеются данные о корреляции между пересмотрами прогнозов роста в Соединенных Штатах и зоне евро и движением ставки евро-доллар⁹⁹, хотя после лета 2000 года такая корреляция несколько ослабла¹⁰⁰. Кроме того, имеются данные об увеличении разницы между долгосрочными процентными ставками в Соединенных Штатах и зоне евро в пользу активов Соединенных Штатов до середины 2000 года, когда в данной тенденции произошел перелом. Это совпало со взлетом с середины 90-х годов курсов акций Соединенных Штатов, который привел к беспрецедентному росту капитализации фондового рынка Соединенных Штатов по отношению к ВВП – с 90 процентов ВВП в 1994 году до 180 процентов в 1999 году, что привело к увеличению разрыва в капитализации между двумя экономическими центрами.

Эти соображения указывают на то, что Соединенные Штаты испытали существенный позитивный шок со стороны совокупного спроса по отношению к зоне евро. Согласно обычным моделям открытой экономики с номинальными факторами жесткости, не только повышение курса доллара по отношению к евро и соответствующее ухудшение состояния торгового баланса Соединенных Штатов, но и аспекты новой экономики, вероятно, согласуются с таким шоком. Это, возможно, проявилось в слабости евро по отношению к доллару в течение первых двух лет после введения евро, однако имеет меньшую доказательную силу в качестве объяснения сохраняющейся слабости евро в 2001 году – начале 2002 года.

е) Политика ЕЦБ и психологическое воздействие

Другие объяснения слабости евро связаны с конкретной институциональной и политической средой, в которой действует вновь созданный Европейский центральный банк. ЕЦБ критиковали за отсутствие четкой и прозрачной денежной политики, в том смысле что изменения его политики трудно предвидеть. Это проявилось особенно явно из-за недостаточно знакомства с новой валютой. Разумеется, ввиду несклонности инвесторов к риску, такой фактор способен повысить неустойчивость финансовых параметров, тем самым повышая надбавку за риск и подрывая доверие к новой валюте.

В том же духе некоторые наблюдатели утверждают, что европейская валюта будет страдать от рисков, связанных с предстоящим расширением Европейского союза после вступления в него стран

центральной и восточной Европы. Это также могло стать одной из причин слабости евро.

Кроме того, имеются некоторые исследования, которые указывают на динамику рынка как частичное объяснение слабости евро. Утверждается¹⁰¹, что из-за неопределенности относительно равновесных уровней валютных курсов, краткосрочное движение курса евро могло быть вызвано действиями участников рынка, экстраполировавшими недавние события в отсутствие сложившихся представлений о фундаментальных экономических факторах зоны евро в более долгосрочной перспективе.

ii) Выводы

Маловероятно, что динамику курса евро можно объяснить какой-либо одной причиной. На ослабление евро видимо повлиял целый ряд рассмотренных выше факторов. Во-первых, глобальный взлет курсов акций с середины 90-х годов, возможно, создал спросовый шок, в непропорциональной степени затронувший экономику Соединенных Штатов, что привело к росту курса доллара. Во-вторых, несоответствие спроса и предложения по номинированным в евро активам могло негативно сказаться на курсе евро. В-третьих, одной из причин его слабости, несомненно, могло бы стать падение спроса на европейские валюты. Наконец, евро не помогла непрозрачная среда формирования политики, что, вероятно, усугубило имеющуюся неопределенность в отношении перспектив евро. В свете недавнего оптимизма, высказывавшегося по поводу долгосрочных перспектив роста экономики Соединенных Штатов, сохранение евро на нынешнем "слабом" уровне на протяжении достаточно длительного периода в будущем не представляется неправдоподобным.

⁹⁹ G. Corsetti, "A perspective on the euro", доклад, представленный на Форуме CESifo, лето 2000 года, mimeографированное издание [www.econ.yale.edu/~corsetti/euro/ifo/pdf].

¹⁰⁰ Европейская группа экономических консультаций в CESifo, *op. cit.*

¹⁰¹ P. De Grauwe, "Exchange rates in search of fundamentals: the case of the euro-dollar rate", *International Finance*, Vol. 3, Issue 3 (New York), 2000.

2.5 Общий анализ динамики роста в промышленно развитых странах в 90-х годах: роль факторов спроса

і) Динамика роста в 90-х годах

Промышленно развитые страны¹⁰² демонстрировали в течение 90-х годов¹⁰³ среднегодовые темпы прироста в 2,5 процента, причем во второй половине этого периода такая динамика усилилась, когда в большинстве стран рост существенно ускорился. По сравнению с предыдущими десятилетиями 90-е годы были периодом более медленного роста. Хотя среднегодовые темпы роста в 1990–2000 годах в Соединенных Штатах были близки к показателю 80-х годов, в западной Европе они несколько снизились, а в Японии – резко упали (таблица 2.5.1).

В 90-е годы существенно уменьшился разброс темпов роста ВВП промышленно развитых стран по сравнению с двумя предыдущими десятилетиями¹⁰⁴. Это стало результатом двух процессов: рассогласования цикла между Северной Америкой и западной Европой и Японией и изменений в проведении макроэкономической политики.

а) Десинхронизация цикла в 90-х годах

Следствием рассогласования цикла между ведущими промышленно развитыми регионами в ходе десятилетия стало сглаживание их средних темпов роста (а следовательно, и уменьшение их разброса). В Соединенных Штатах годовой ВВП снизился уже в 1991 году, в то время как в западной Европе такое снижение произошло двумя годами позже. Если в Соединенных Штатах длительный циклический подъем начался в 1992 году, то в западной Европе роста сопоставимых масштабов и продолжительности так и не наступило. С другой стороны, в Японии рост резко замедлился в 1991–1992 годах, однако годовой ВВП сократился только в 1998 году, при том что на протяжении большей части десятилетия наблюдался застой.

Главная причина усиления асинхронности цикла между промышленно развитыми странами заключалась в том, что на развитии их экономики серьезно сказались специфические для данной страны (или данного региона) факторы, не затронувшие

¹⁰² В настоящем разделе под "промышленно развитыми странами" понимаются 15 государств – членов ЕС, Норвегия, Швейцария, Канада, Соединенные Штаты и Япония.

¹⁰³ Под "90-ми годами" понимается последнее десятилетие XX века, то есть 1991–2000 годы; аналогичные ссылки даются на предыдущие десятилетия. Когда речь идет о средних темпах роста, базисный год включен во временной диапазон (например, темпы роста за 1990–2000 годы охватывают 10 лет роста).

¹⁰⁴ В 90-е годы среднее квадратичное отклонение темпов роста ВВП составляло 0,9 процентного пункта по сравнению с 1,4 в 80-х годах и 2,1 в 70-х годах (таблица 2.5.1).

ТАБЛИЦА 2.5.1

Макроэкономические показатели промышленно развитых стран, 1970–2000 годы
(В процентах, если не указано иное)

	1970–1980	1980–1990	1990–2000	1990–1995	1995–2000
Среднегодовые темпы прироста ВВП					
Промышленно развитые страны ^a					
Соединенные Штаты	3,3	3,0	2,5	1,8	3,1
Западная Европа ^b	3,3	3,2	3,3	2,4	4,1
Япония	3,0	2,4	2,0	1,5	2,6
Япония	4,5	4,1	1,4	1,4	1,4
Среднеквадратическое отклонение среднегодового прироста ВВП^c					
Промышленно развитые страны					
Соединенные Штаты	2,1	1,4	0,9	0,9	0,3
Западная Европа	7,6	5,9	4,4	5,5	1,4
Япония	1,8	1,1	1,1	1,2	0,6
Япония	5,9	4,3	3,3	2,2	4,1
Темпы инфляции^d					
Промышленно развитые страны					
Соединенные Штаты	8,8	5,0	2,5	3,1	1,9
Западная Европа	7,8	4,7	2,8	3,1	2,5
Япония	10,0	6,3	2,9	3,8	1,9
Япония	9,0	2,1	0,8	1,4	0,3
Сальдо консолидированного бюджета^e					
Промышленно развитые страны ^f					
Соединенные Штаты	-3,1	-3,8	-2,9	-4,3	-1,6
Западная Европа ^g	-1,9	-4,6	-2,5	-4,7	-0,3
Япония	..	-4,3	-3,5	-5,4	-1,6
Япония	-2,3	-0,7	-3,0	-0,6	-5,3

Источник: Расчеты секретариата ЕЭК ООН на основе OECD, National Accounts of OECD Countries (Paris); различные выпуски, и IMF, World Economic Outlook (WEO) Databases [www.imf.org].

^a Канада, западная Европа, Соединенные Штаты и Япония.

^b Пятнадцать государств – членов ЕС плюс Норвегия и Швейцария.

^c Процентных пунктов.

^d Потребительские цены.

^e В процентах от ВВП.

^f Включая только Канаду, Францию, Германию, Италию, Японию, Соединенное Королевство и Соединенные Штаты. Первая цифра относится к 1977–1980 годам.

^g Включая только ЕС.

другие страны и регионы¹⁰⁵, а также, в меньшей степени, асимметричные последствия кризисов на новых рынках. Главный позитивный шок, воздействовавший на рост в Соединенных Штатах в 90-х годах, был связан с появлением во второй половине десятилетия новой волны технологических инноваций, генерированных в секторе ИКТ. Тот же фактор сыграл свою роль и в макроэкономической динамике менее крупных западноевропейских стран, в большей степени специализирующихся в секторе ИКТ, особенно Ирландии, Финляндии и Швеции. С другой стороны, рост в западной Европе в первой половине 90-х годов испытал серьезное воздействие последствий объединения Германии и валютных кризисов 1992–1993 годов. В последующие годы макроэкономическая динамика континентальной западной Европы сдерживалась адаптацией, необходимой для соблюдения критериев конвергенции как условия

¹⁰⁵ В отличие от глобальных потрясений 70-х и 80-х годов, сходным образом затронувших все промышленно развитые страны.

вступления в ЭВС. Наоборот, в Японии главным специфичным для этой страны фактором, повлиявшим на макроэкономическую динамику, стали затянувшиеся последствия разрыва "пузыря" цен на активы во второй половине 80-х годов и мер государства по преодолению таких последствий.

б) Изменения в проведении макроэкономической политики

Вторая главная причина уменьшения разброса динамики выпуска промышленно развитых стран в 90-х годах – более умеренный активизм макроэкономической политики (по сравнению с двумя предыдущими десятилетиями), что было связано с принятием среднесрочных программ бюджетной консолидации и контекстом замедлившейся инфляции. В целях уменьшения роста государственного долга, накопленного в 80-х годах, в конце десятилетия ряд стран (например, Канада и Соединенные Штаты) начали среднесрочные программы бюджетной консолидации. В западной Европе такие планы стали результатом критериев бюджетно-финансовой конвергенции ЭВС или были подкреплены такими критериями¹⁰⁶. Что касается денежной политики, то принятие более перспективного подхода к ее проведению (например, переход на прямое или косвенное таргетирование инфляции в нескольких промышленно развитых странах в ходе десятилетия) и контекст снижения и стабилизации инфляции (в особенности во второй половине 90-х годов) означали, что денежная политика не претерпевала столь частых, как в прошлом, изменений¹⁰⁷. В свою очередь это способствовало уменьшению неравномерности роста.

ii) Вклад факторов спроса

Вклад различных компонентов спроса в совокупный рост ВВП в 90-х годах главным образом отражает различные шоки (негативные и позитивные), затронувшие страны и регионы, а также характер макроэкономической политики в ходе десятилетия.

а) Северная Америка

В 1990–2000 годах Северная Америка была регионом с наивысшими темпами роста среди промышленно развитых стран (таблица 2.5.2). Рост и характер вклада спроса в рост в основном определялись развитием ситуации в *Соединенных Штатах*, где в 1992–2000 годах происходил длительный циклический подъем – при среднегодовом приросте в 3,7 процента, – имевший некоторые

особенности. Во-первых, это был самый длительный подъем за всю экономическую историю Соединенных Штатов¹⁰⁸. Кроме того, к концу фазы подъема (то есть в 1996–2000 годах) рост заметно ускорился. Наконец, ускорение экономического роста было связано с волной технологических инноваций в секторе ИКТ и с ее распространением на другие секторы, что привело к ускорению роста производительности труда¹⁰⁹.

Стремительные темпы научно-технического прогресса в секторе ИКТ привели к резкому падению относительных цен на его продукцию и к ускорению технического устаревания. Сокращение цикла жизни оборудования потребовало более быстрой замены морально устаревших фондов, чему, в свою очередь, способствовало снижение относительных цен. Этот процесс придал импульс стремительному росту вложений в оборудование и программное обеспечение, увеличивавшихся во второй половине 90-х годов на 12 процентов в год. В контексте энергичного экономического подъема и оптимизма домохозяйств отмечался также сравнительно высокий рост вложений в строительство (на 4,7 процента в год). Что касается финансовой сферы, то такой бум инвестиций стимулировался низкой стоимостью капитала для корпораций (как капитала, привлеченного на рынках акций, так и заемного капитала) и ростом курса фондовых ценностей. Вклад бума вложений в основной капитал в 4,1-процентные темпы прироста во второй половине 90-х годов составил 1,7 процентного пункта.

И все же главным спросовым фактором динамичного циклического подъема стало личное потребление, вклад которого в совокупный прирост ВВП вырос во второй половине десятилетия до 2,9 процентного пункта по сравнению с 1,7 процентного пункта в первой половине десятилетия. Такое ускорение было вызвано сочетанием роста занятости и располагаемых доходов домохозяйств, снижением нормы личных сбережений, ростом цен на активы и увеличением задолженности домохозяйств¹¹⁰.

Энергичный рост внутреннего спроса в период циклического подъема в Соединенных Штатах совпал с медленным ростом в большинстве других крупных промышленно развитых стран. Это привело к

¹⁰⁸ Настоящий анализ основан на годовых данных. По ежемесячным показателям циклический подъем, как считается, продолжался 10 лет (с марта 1991 года по март 2001 года), NBER, *US Business Cycle Expansions and Contractions*, 2001 [www.nber.org/cycles.html].

¹⁰⁹ Хотя по поводу последствий связанных с ИКТ нововведений для совокупной производительности факторов производства в масштабах всей экономики мнения расходятся, сложилось единство мнений в том, что они вызвали резкое усиление роста производительности труда, по крайней мере в самом секторе производства средств ИКТ. IMF, "The information technology revolution", *World Economic Outlook* (Washington, D.C.), October 2001, pp. 103-144.

¹¹⁰ Рост кредитования домохозяйств отчасти объясняется финансовым дерегулированием в ходе 80-х годов, усилившим конкуренцию между финансовыми институтами и снизившим расходы на привлечение заемных средств для домохозяйств.

¹⁰⁶ Последствия подобного рода политики можно усматривать в крупном сокращении бюджетных дефицитов (по отношению к ВВП) в Северной Америке и западной Европе в ходе 90-х годов, а также в контрасте между первой и второй половинами десятилетия (таблица 2.5.1). Исключением из этой тенденции стала Япония, где, как отмечается ниже, бюджетно-финансовая политика имела противоположную направленность.

¹⁰⁷ IMF, "The business cycle, international linkages and exchange rates", *World Economic Outlook* (Washington, D.C.), May 1998, pp. 55-73.

снижению зарубежного спроса на экспорт Соединенных Штатов при одновременном усилении импортного спроса Соединенных Штатов, обусловив нарастание дефицита по текущим операциям. Поэтому активный подъем во второй половине 90-х годов характеризовался накоплением внутреннего личного и корпоративного долга, а также внешнего долга, ставших крупными диспропорциями последнего экономического цикла XX века¹¹¹.

В первой половине десятилетия объем экспорта и импорта рос примерно одинаковыми темпами (7 процентов в год), однако во второй половине годовой прирост импорта ускорился до 12 процентов. Вследствие этого на протяжении большей части десятилетия чистый экспорт вносил отрицательный вклад в рост ВВП, и во второй половине десятилетия он отнимал от темпов годового роста ВВП 0,8 процентного пункта.

Финансовый кризис, начавшийся на формирующихся рынках в 1997–1998 годах, в конечном счете оказал на экономику Соединенных Штатов позитивное воздействие. Несмотря на временное снижение уверенности, страна получила положительные результаты по торговому и финансовому каналам. В первом случае баланс восточноазиатских стран по текущим операциям в 1998 году был сведен с активом вместо прежнего дефицита, и дефицит Соединенных Штатов в торговле с ними возрос. Рост импорта помог нейтрализовать давление внутреннего спроса, намного опережавшего внутреннее предложение, что в ином случае могло бы привести к инфляционному нажиму и денежным рестрикциям¹¹². Кризис на новых рынках также привел к тому, что капитал стал искать убежище ("бегство к безопасности"), в частности, на рынках акций и облигаций Соединенных Штатов. В свою очередь это снизило стоимость капитала в Соединенных Штатах и помогло продлить инвестиционный бум.

ТАБЛИЦА 2.5.2

Динамика составляющих расходов и их вклад в рост реального ВВП в промышленно развитых странах, 1990–2000 годы
(Изменение в процентах, процентные пункты)

	1990–2000		1990–1995		1995–2000	
	Среднее одовой при- рост	Вклад в рост ВВП	Среднее одовой прирост t	Вклад в рост ВВП	Среднее одовой прирост t	Вклад в рост ВВП
Западная Европа^a						
Личное потребление	2,1	1,2	1,4	0,8	2,7	1,6
Государственное потребление	1,6	0,3	1,6	0,3	1,6	0,3
Производственное накопление	2,2	0,5	0,1	–	4,3	0,9

Товарные запасы .....	..	–	..	–	..	–
Совокупные внутренние расходы	2,0	2,0	1,2	1,2	2,8	2,7
Чистый экспорт .....	..	0,1	..	0,3	..	-0,1
Экспорт	6,1	1,9	4,7	1,3	7,6	2,5
Импорт	6,0	1,8	3,8	1,0	8,3	2,6
ВВП	2,0	2,0	1,5	1,5	2,6	2,6
Европейский союз (15)						
Личное потребление	2,1	1,2	1,4	0,8	2,7	1,6
Государственное потребление	1,6	0,3	1,6	0,3	1,6	0,3
Производственное накопление	2,2	0,5	0,1	–	4,3	0,9
Товарные запасы .....	..	–	..	–	..	–
Совокупные внутренние расходы	2,0	2,0	1,2	1,2	2,8	2,8
Чистый экспорт .....	..	0,1	..	0,3	..	-0,1
Экспорт	6,2	1,9	4,8	1,3	7,7	2,5
Импорт	6,1	1,8	3,9	1,0	8,3	2,6
ВВП	2,0	2,0	1,5	1,5	2,6	2,6
Зона евро (12)						
Личное потребление	2,0	1,1	1,4	0,8	2,5	1,4
Государственное потребление	1,7	0,3	1,7	0,3	1,7	0,3
Производственное накопление	2,1	0,5	0,2	0,1	4,0	0,8
Товарные запасы .....	..	–	..	–	..	–
Совокупные внутренние расходы	1,9	1,9	1,2	1,2	2,6	2,6
Чистый экспорт .....	..	0,1	..	0,2	..	–
Экспорт	6,3	1,9	4,7	1,3	7,8	2,5
Импорт	6,1	1,8	4,0	1,0	8,1	2,5
ВВП	2,0	2,0	1,4	1,4	2,6	2,6
Северная Америка^b						
Личное потребление	3,3	2,2	2,5	1,6	4,2	2,8
Государственное потребление	0,8	0,1	-0,1	–	1,7	0,3
Производственное накопление	6,0	1,1	3,6	0,6	8,5	1,6
Товарные запасы .....	..	0,1	..	0,1	..	0,1
Совокупные внутренние расходы	3,5	3,6	2,3	2,3	4,7	4,8
Чистый экспорт .....	..	-0,4	..	–	..	-0,7
Экспорт	7,3	0,9	7,3	0,9	7,3	1,0
Импорт	8,8	1,3	6,7	0,8	10,9	1,8
ВВП	3,2	3,2	2,3	2,3	4,1	4,1
Промышленно развитые страны^c						
Личное потребление	2,6	1,6	2,0	1,2	3,2	2,0
Государственное потребление	1,5	0,3	1,1	0,2	1,8	0,3
Производственное накопление	3,2	0,7	1,1	0,2	5,4	1,1
Товарные запасы .....	..	–	..	0,1	..	–
Совокупные внутренние расходы	2,5	2,6	1,7	1,7	3,4	3,4
Чистый экспорт .....	..	-0,1	..	0,1	..	-0,3
Экспорт	6,3	1,2	5,3	0,9	7,3	1,6
Импорт	6,7	1,4	4,7	0,8	8,9	1,9
ВВП	2,5	2,5	1,8	1,8	3,1	3,1

Источник: Расчеты секретариата ЕЭК ООН на основе OECD, *National Accounts of OECD Countries, Volume 1, Main Aggregates 1989-2000* (Paris), 2002.

^a Пятнадцать государств – членов ЕС плюс Норвегия и Швейцария.

^b Канада и Соединенные Штаты.

^c Канада, западная Европа, Соединенные Штаты и Япония.

¹¹¹ ЕЭК ООН, "Страны ЕЭК осенью 2001 года", *Обзор экономического положения Европы, 2001 год*, № 2, глава 1.

¹¹² В силу характера торговли между Соединенными Штатами и странами восточной Азии экспорт из последних был способен удовлетворять спрос, созданный как личным потреблением, так и производственным накоплением.

ТАБЛИЦА 2.5.3

Динамика составляющих расходов и их вклад в рост реального ВВП в ведущих в экономическом отношении странах, 1990–2000 годы
(В процентах, процентные пункты)

	1990–2000		1990–1995		1995–2000			1990–2000		1990–1995		1995–2000	
	Средне- годовой прирос т	Вклад в рост ВВП	Средне- годовой прирос т	Вклад в рост ВВП	Средне- годовой прирос т	Вклад в рост ВВП		Средне- годовой прирос т	Вклад в рост ВВП	Средне- годовой прирос т	Вклад в рост ВВП	Средне- годовой прирос т	Вклад в рост ВВП
Канада							Япония						
Личное потребление	2,4	1,4	1,3	0,8	3,5	1,9	Личное потребление	1,6	0,9	2,2	1,2	1,0	0,5
Государственное потребление	0,6	0,1	0,4	0,1	0,9	0,2	Государственное потребление	3,1	0,5	3,2	0,5	3,0	0,5
Производственное накопление	2,9	0,6	-1,1	-0,2	7,1	1,4	Производственное накопление	0,1	0,0	-0,9	-0,3	1,2	0,3
Товарные запасы .....	..	0,2	..	0,4	..	–	Товарные запасы .....	..	-0,1	..	–	..	-0,2
Совокупные внутренние расходы	2,3	2,3	1,0	1,0	3,6	3,5	Совокупные внутренние расходы	1,3	1,3	1,4	1,4	1,2	1,2
Чистый экспорт .....	..	0,6	..	0,8	9,9	0,4	Чистый экспорт .....	..	0,1	..	0,0	..	0,3
Экспорт	8,1	2,9	8,2	2,6	8,1	3,3	Экспорт	4,4	0,4	3,1	0,3	5,7	0,6
Импорт	6,8	2,3	5,7	1,7	7,9	3,0	Импорт	3,6	0,3	3,3	0,2	3,8	0,3
ВВП	2,8	2,8	1,7	1,7	3,9	3,9	ВВП	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
Франция							Соединенное Королевство						
Личное потребление	1,4	0,8	0,7	0,4	2,0	1,1	Личное потребление	2,7	1,8	1,5	0,9	3,9	2,6
Государственное потребление	2,0	0,5	2,3	0,5	1,7	0,4	Государственное потребление	1,3	0,3	1,2	0,2	1,4	0,3
Производственное накопление	1,3	0,3	-1,2	-0,2	3,8	0,7	Производственное накопление	2,8	0,5	-0,3	-0,1	6,1	1,1
Товарные запасы .....	..	–	..	–	..	–	Товарные запасы .....	..	0,1	..	0,2	..	–
Совокупные внутренние расходы	1,5	1,5	0,7	0,7	2,3	2,3	Совокупные внутренние расходы	2,5	2,6	1,3	1,3	3,8	3,9
Чистый экспорт .....	..	0,3	..	0,4	..	0,2	Чистый экспорт .....	..	-0,3	..	0,5	..	-1,1
Экспорт	6,6	1,5	5,3	1,1	8,0	2,0	Экспорт	6,1	1,8	5,3	1,4	7,0	2,2
Импорт	5,5	1,2	3,4	0,7	7,7	1,8	Импорт	6,4	2,1	3,2	0,9	9,7	3,2
ВВП	1,8	1,8	1,1	1,1	2,5	2,5	ВВП	2,3	2,3	1,8	1,8	2,8	2,8
Германия							Соединенные Штаты						
Личное потребление	1,9	1,1	2,3	1,3	1,6	0,9	Личное потребление	3,4	2,3	2,6	1,7	4,3	2,9
Государственное потребление	1,6	0,3	2,0	0,4	1,2	0,2	Государственное потребление	0,8	0,1	-0,1	–	1,8	0,3
Производственное накопление	2,2	0,5	2,5	0,5	1,8	0,4	Производственное накопление	6,3	1,2	4,1	0,7	8,6	1,7
Товарные запасы .....	..	–	..	0,1	..	–	Товарные запасы .....	..	0,1	..	–	..	0,1
Совокупные внутренние расходы	1,9	1,9	2,3	2,3	1,6	1,5	Совокупные внутренние расходы	3,6	3,7	2,4	2,4	4,8	4,9
Чистый экспорт .....	..	-0,2	..	-0,6	..	0,3	Чистый экспорт .....	..	-0,5	..	-0,1	..	-0,8
Экспорт	4,5	1,3	0,7	0,2	8,4	2,3	Экспорт	7,0	0,7	7,0	0,7	7,0	0,8
Импорт	5,6	1,5	3,6	0,8	7,7	2,1	Импорт	9,3	1,2	7,0	0,8	11,6	1,6
ВВП	1,7	1,7	1,6	1,6	1,8	1,8	ВВП	3,3	3,3	2,4	2,4	4,1	4,1
Италия													
Личное потребление	1,7	1,0	0,9	0,5	2,6	1,5							
Государственное потребление	0,3	0,1	-0,2	–	0,9	0,2							
Производственное накопление	1,4	0,3	-1,2	-0,2	4,1	0,8							
Товарные запасы .....	..	-0,1	..	–	..	-0,2							
Совокупные внутренние расходы	1,3	1,3	0,3	0,3	2,4	2,3							
Чистый экспорт .....	..	0,3	..	1,0	..	-0,4							
Экспорт	5,7	1,4	7,4	1,7	4,1	1,2							
Импорт	4,7	1,1	3,0	0,7	6,3	1,6							
ВВП	1,6	1,6	1,3	1,3	1,9	1,9							

Источник: Расчеты ЕЭК ООН на основе OECD, *National Accounts of OECD Countries, Volume 1, Main Aggregates 1989-2000* (Paris), 2002.

Канада получила выгоды от ее глубокой интеграции с экономикой Соединенных Штатов. В течение первой половины десятилетия снижение вложений в строительство сдерживало внутренний спрос, вклад которого в совокупный рост лишь ненамного превышал вклад чистого экспорта (таблица 2.5.3). Однако в 1995–2000 годах усиление экономической активности в Соединенных Штатах

вызвало рост оптимизма и в Канаде: возросло потребление домохозяйств, а инвестиционные расходы на оборудование демонстрировали столь же высокую динамику, что и в Соединенных Штатах. В итоге темпы прироста в Канаде повысились до 3,9 процента в год, что было близко к показателю соседа. В наибольшей степени такой рост был обусловлен

внутренним спросом, а чистый экспорт внес положительный (хотя и меньший) вклад.

б) Япония

На протяжении большей части 90-х годов японская экономика переживала застой. Ее среднегодовые темпы прироста в 1,4 процента были самыми низкими среди крупных промышленно развитых стран и гораздо ниже 4-процентных темпов самой этой страны в два предыдущих десятилетия (таблица 2.5.1). Инвестиционный бум и бум цен на активы конца 80-х годов затормозился в 1990 году, когда цены на активы стали падать, а инвестиционные расходы резко сократились. Образовавшийся затем навес задолженности, мощностей и запасов в сочетании с рухнувшими ценами на активы привел к существенной несбалансированности портфелей корпораций и домохозяйств.

Целая серия банкротств компаний, последовавших за снижением цен на активы, привела к глубокому финансовому кризису, который, в свою очередь, существенно ограничил предложение кредита. Необходимая адаптация портфелей и перестройка корпораций вызвала значительную неопределенность и подавляла производственное накопление и личное потребление. Реакция государства заключалась по существу в принятии серии пакетов налоговых стимулов и ослаблении денежной политики. Структурные же проблемы, в особенности проблемы финансового сектора, не получили должного решения. Колоссальные перекосы в портфелях, в сочетании с неадекватной политической реакцией, привели к затяжному процессу адаптации, не завершившемуся и в тот момент, когда страна вступила в XXI век.

В контексте перестройки корпораций частные расходы на оборудование упали в 1991–1994 годах на четверть, и, хотя позднее они выросли, к 2000 году они так и не восстановились на уровне 1991 года. Во второй половине десятилетия расходы Японии на оборудование росли самыми медленными темпами среди промышленно развитых стран (3,9 процента в год). Частные расходы на строительство в 90-х годах сокращались и строительная отрасль оказалась в глубоком кризисе. Снижение частных вложений в основные фонды было примерно компенсировано государственным накоплением, увеличивавшимся на 2,4 процента в год. Поэтому совокупные вложения в основные фонды в 90-е годы практически не внесли вклада в рост ВВП (таблица 2.5.3)¹¹³.

Затяжной процесс перестройки привел к замедлению роста занятости, а с 1998 года и к ее снижению. Вместе с падением цен на активы и

стагнацией экономики на протяжении 90-х годов возрастал пессимизм домохозяйств. Во второй половине десятилетия потребление домохозяйствросло на 1 процент в год (самые медленные темпы среди промышленно развитых стран), внося лишь 0,5 процентного пункта (то есть треть) в рост ВВП.

В результате неоднократного принятия правительством Японии антициклических мер финансовой политики вклад государственного потребления в общий рост в период 1990–2000 годов вырос до целой трети. Однако такой бюджетно-финансовой активности оказалось недостаточно для того, чтобы компенсировать сжатие или застой инвестиций и потребления, и таким образом вклад внутреннего спроса в рост снизился во второй половине десятилетия до 1,2 процентного пункта с 1,4 процентного пункта в первой половине десятилетия.

В 1995–2000 годах Япония оказалась неспособной в полной мере воспользоваться возможностями динамичного роста мировой торговли, несмотря на ее относительную специализацию на производстве связанных с ИКТ товаров. Объем японского экспорта рос на 5,7 процента в год, демонстрируя одни из самых низких темпов среди промышленно развитых стран. Главные причины этого – перенос производства за рубеж и восточноазиатский кризис 1997–1998 годов. Последний привел к падению спроса на японские товары и услуги в затронутых кризисом странах, в то время как конкурентоспособность экспорта этих стран на третьих рынках повысилась¹¹⁴. Кроме того, с начала 1997 года по конец 2000 года японская валюта подорожала в реальном эффективном выражении на четверть. Несмотря на вялость внутреннего спроса, в период 1995–2000 годов чистый экспорт внес 0,3 процентного пункта в годовой рост ВВП.

с) Западная Европа

В 1990–2000 годах среднегодовые темпы прироста в западной Европе составили 2 процента, то есть несколько меньше, чем в ходе предыдущего десятилетия (2,4 процента в год). Ее темпы роста были ниже, чем в Соединенных Штатах, однако выше, чем в Японии (таблицы 2.5.2 и 2.5.3). Экономическая активность была особенно вялой в 1990–1995 годах, когда западноевропейские страны росли так же медленно, как и Япония. Этот период включал один год, когда ВВП фактически сократился (1993 год), поскольку силы роста конца 80-х годов иссякли и экономику потрясли затяжные валютные кризисы. В ходе первой половины десятилетия рост сдерживался вялым внутренним спросом: личное потребление

¹¹³ Нейтральное воздействие вложений в основные фонды на рост в 1990–2000 годах резко контрастирует с предыдущим десятилетием, когда они добавляли 1,6 процентного пункта к годовым темпам роста ВВП.

¹¹⁴ Среди других восточноазиатских стран самыми непосредственными конкурентами японских экспортеров на третьих рынках выступают Малайзия, Республика Корея, Сингапур и провинция Китая Тайвань. OECD, "The influence of emerging market economies on OECD countries' international competitiveness", *OECD Economic Outlook*, No. 63 (Paris), June 1998, pp. 205-220.

увеличивалось медленными темпами (на 1,4 процента в год), в то время как производственное накопление стагнировало. В этом контексте государственное потребление и чистый экспорт внесли в рост ВВП по 0,3 процентного пункта.

В ходе второй половины десятилетия повышение динамики инвестиций привело к росту занятости и улучшению настроений потребителей. Потребление домохозяйств расширилось на 2,7 процента в год. При этом вложения в оборудование и программное обеспечение росли на 7,2 процента в год. Расходы на строительство увеличивались медленнее, однако все же внесли положительный вклад в рост. Личное потребление и производственное накопление внесли, соответственно, 1,6 процентного пункта и 0,2 процентного пункта в совокупный рост ВВП. Хотя в первую половину десятилетия рост реального экспорта опережал рост импорта, во второй половине десятилетия ситуация изменилась, главным образом из-за ускорения внутреннего спроса. В итоге чистый экспорт притормаживал общий рост.

Однако такая общая картина по западной Европе маскирует разительные различия между 17 отдельными странами как в плане общих темпов роста, так и в плане структуры роста ВВП¹¹⁵.

В *Германии* бум объединения продлил циклический подъем второй половины 80-х годов до 1992 года. Личное потребление существенно выросло благодаря стремительному росту располагаемых доходов домохозяйств в бывшей Германской Демократической Республике, который высвободил долго подавлявшийся потребительский спрос. Вложения в строительство стимулировались необходимостью реконструкции инфраструктуры и жилого фонда в новых землях: их рост в первой половине десятилетия (на 4 процента в год) был самым высоким среди промышленно развитых стран и на него приходилась треть роста ВВП в 1990–1995 годах. При этом вложения в оборудование и программное обеспечение переживали застой. Резкий рост государственных расходов, связанных с объединением, был вызван не только строительством, но и текущим потреблением. Рост внутреннего спроса опережал рост ВВП, а импорт увеличивался при одновременной стагнации экспорта. Поэтому чистый экспорт уменьшил совокупные темпы роста на 0,6 процентного пункта.

После того как вызванный объединением бум сошел на нет, рост стал сдерживаться вялым внутренним спросом. Для восстановления равновесия государственных финансов и для выполнения

критериев бюджетной конвергенции ЭВС бюджетные расходы были урезаны. Производственное накопление резко замедлилось, а его структура изменилась. Вложения в оборудование и программное обеспечение росли в 1995–2000 годах на 6,5 процента в год, однако в строительной отрасли, где после бума объединения возник существенный избыток производственных мощностей, активность спала. Низкие темпы экономической активности привели к росту безработицы и повышению пессимизма потребителей, поэтому рост личного потребления замедлился с 2,3 процента в год в первой половине десятилетия до 1,6 процента. Его вклад в прирост ВВП составил меньше 1 процентного пункта, хотя при этом на него приходилась примерно половина общего прироста.

Кроме того, Германия больше других западноевропейских стран ощутила на себе кризис на новых рынках 1997–1998 годов, что было вызвано ее относительной экспортной специализацией на машинах и транспортной технике, более высокой долей торговли с восточной Азией и ее более тесными финансовыми связями с Российской Федерацией. Тем не менее в 1995–2000 годах отмечался рост экспорта в Соединенные Штаты и центральную и восточную Европу, и чистый экспорт вновь внес положительный вклад в рост (0,3 процентных пункта).

Вялый внутренний спрос, в сочетании с относительно слабым ростом экспорта, привел к тому, что в 1995–2000 годах темпы прироста в Германии оказались самыми низкими в западной Европе (1,8 процента в год). Низкий рост в этой наиболее мощной в экономическом отношении западноевропейской стране оказывал депрессивное воздействие на другие страны региона, особенно наиболее близкие к ней в экономическом и географическом плане.

Во *Франции* в начале 90-х годов рост сдерживался ограничительной денежно-кредитной политикой¹¹⁶, проводившейся в целях защиты обменного курса франка в МВК. В 1990–1993 годах из-за спада в строительстве вложения в основной капитал снизились. В 1991–1994 годах сократилась занятость, что стало одним из факторов вялого роста личного потребления (на 0,7 процента в год). Таким образом, вклад потребления домохозяйств в прирост в первой половине десятилетия (0,4 процентного пункта) был несколько меньше государственного потребления (0,5 процентного пункта)¹¹⁷. Ввиду вялости внутреннего спроса вклад чистого экспорта в совокупный прирост составил 0,4 процентного пункта (треть).

¹¹⁵ Так, ускорение роста во второй половине десятилетия было вызвано главным образом более высокими результатами Соединенного Королевства и некоторых менее крупных стран (в частности, Ирландии, Испании, Финляндии и Швеции) в противоположность гораздо более низким темпам роста в крупных странах зоны евро.

¹¹⁶ При том, что темпы инфляции во Франции были ниже, чем в Германии, реальные процентные ставки в ней были более высокими.

¹¹⁷ Хотя во Франции личное потребление в 1995–2000 годах несколько выросло, его вклад в прирост ВВП за все десятилетие (0,8 процентного пункта в год) был одним из наименьших среди промышленно развитых стран.

Во второй половине десятилетия рост во Франции несколько ускорился, опережая рост в Германии, благодаря комплексу налоговых мер и мер стимулирования рынка труда, нацеленных на рост занятости¹¹⁸, и привел к повышению потребительского оптимизма и личного потребления. Благодаря 6-процентному ежегодному приросту расходов на оборудование и программное обеспечение произошло оживление инвестиций; кроме того, благодаря фискальным мерам выросло производство в строительстве. Хотя государственное потребление сдерживалось критериями конвергенции ЭВС, основная масса совокупного роста приходилась на внутренний спрос и чистый экспорт играл менее важную роль, чем в первую половину десятилетия.

Кризис на формирующихся рынках затронул Францию в меньшей степени, чем другие крупные европейские страны, что объяснялось ее не столь значительными торгово-финансовыми связями с этими странами. Несмотря на некоторое оживление во Франции в 1995–2000 годах, за все десятилетие экономика Франции и Германии росла практически одинаково медленными темпами (1,7 процента в год).

В третьей крупнейшей стране зоны евро, *Италии*, темпы роста в ходе десятилетия были чуть ниже (1,6 процента в год). Именно в этой стране борьба за соблюдение критериев конвергенции ЭВС в наибольшей степени сдерживала рост. Ввиду ситуации в Италии в начале 90-х годов, характеризовавшейся высокой инфляцией, крупными бюджетными дефицитами и высоким долгом, как денежно-кредитная, так и бюджетно-финансовая политика должны были быть серьезно ужесточены в целях соблюдения критериев конвергенции по инфляции и бюджету. Это создало климат неопределенности и пессимизма, сдерживавший личное потребление и капиталовложения. В начале десятилетия резко упало производственное накопление, и лишь в 1998 году оно восстановилось на уровне 1991 года. Поэтому в первой половине десятилетия снижение вложений в основные фонды привело к уменьшению роста ВВП на 0,2 процентного пункта, в то время как государственное потребление оказывало нейтральное воздействие. В этих условиях вялого внутреннего спроса основной опорой роста стал чистый экспорт, вклад которого в 1,3-процентный среднегодовой прирост составил 1 процентный пункт.

Экономические показатели Италии улучшились к концу 90-х годов, когда цель обеспечения ее участия в первом этапе ЭВС была достигнута, и денежная политика была ослаблена. В течение второй половины десятилетия личное потребление и капиталовложения служили главными опорами роста, в то время как расходы на оборудование и программное обеспечение

росли теми же темпами, что и в других крупных континентальных странах Европы (6,1 процента в год). Чистый же экспорт, напротив, тормозил экономический рост.

В отличие от вялого роста в Германии, Италии и Франции, *Соединенное Королевство* в ходе 90-х годов добилось самых высоких темпов прироста среди крупных западноевропейских стран (2,3 процента в год). Макроэкономические процессы здесь в большей степени напоминали ситуацию в Соединенных Штатах, чем континентальной Европе. Сроки ужесточения денежной политики и наступления спада в начале десятилетия были близкими в двух "англосаксонских" странах, и длительный циклический подъем в Соединенном Королевстве (1993–2000 годы) происходил синхронно с подъемом в Соединенных Штатах. Главным фактором такого роста в Соединенном Королевстве стало личное потребление, вклад которого в среднегодовые темпы роста во второй половине десятилетия составил 2,6 процентного пункта. Он стимулировался ростом занятости, располагаемых доходов домохозяйств и стоимости активов, а также снижением нормы накопления. Расходы на оборудование и программное обеспечение росли в 1995–2000 годах на 8,5 процента в год, в то время как вложения в строительство также демонстрировали высокую динамику под влиянием резкого роста цен на недвижимость. Как и в Соединенных Штатах, бум внутреннего спроса был связан с повышением курса валюты и растущим дефицитом по текущим операциям к концу десятилетия. Хотя чистый экспорт внес положительный вклад в рост в ходе первой половины 90-х годов, во второй половине десятилетия он отнял 1,1 процентного пункта от темпов роста.

Экономический рост в Соединенном Королевстве в 90-е годы тесно коррелировался с ростом в Соединенных Штатах (при коэффициенте корреляции 0,81) и очень слабо – с ростом в других западноевропейских странах (этот коэффициент составил всего лишь 0,26 процента)¹¹⁹. И это несмотря на то, что британские торговые связи с другими европейскими странами теснее, чем с Соединенными Штатами. И наоборот, финансовые связи между двумя англосаксонскими странами более важны, чем связи между Соединенным Королевством и другими западноевропейскими странами, причем в 90-е годы они еще более активизировались¹²⁰. Такие связи служат

¹¹⁹ Это контрастирует с предыдущим десятилетием, когда британская экономика демонстрировала большую синхронность изменений с другими западноевропейскими странами (с коэффициентом корреляции 0,55), чем с Соединенными Штатами (коэффициент 0,32).

¹²⁰ Эти финансовые связи возникли в результате движения краткосрочного и долгосрочного капитала (включая такие финансовые активы, как акции и облигации, а также прямые иностранные инвестиции). Оно мотивируется целями международной диверсификации активов и пассивов и трансграничного ценового арбитража. IMF, "International linkages: three perspectives", *World Economic Outlook* (Washington, D.C.), October 2001, pp. 63-102.

¹¹⁸ Deutsche Bundesbank, "The growth differential between Germany and France", *Monthly Bulletin* (Frankfurt am Main), August 2001, pp. 21-27.

мошным каналом передачи циклических колебаний и, возможно, объясняют тесную связь экономических циклов в Соединенном Королевстве и Соединенных Штатах.

Менее крупные западноевропейские страны (за исключением Швейцарии) в 90-е годы росли быстрее крупных континентальных стран, хотя между ними имелись существенные различия в темпах роста. Самым высоким рост был в Ирландии и Люксембурге. Ирландия в 90-е годы намного опережала по темпам роста все другие промышленно развитые страны: они составляли 7,3 процента в год, а во второй половине десятилетия ускорились до 9,9 процента в год. Страна пользовалась выгодами своей высокой специализации в секторе ИКТ, сделавшей возможным стремительный рост экспорта. Таким образом, внешний баланс по товарам и услугам за все десятилетие добавил к росту ВВП 2,3 процентного пункта. В 1995–2000 годах внутренний спрос вырос благодаря высокой динамике производственного накопления (рост на 14 процентов в год) и личного потребления, что добавило 4,1 процентного пункта к ежегодному росту. Люксембург занимал в 90-е годы второе место по темпам роста среди промышленно развитых стран – 5,9 процента в год – при этом главным источником роста служил чистый экспорт, выросший благодаря продажам услуг с высокой добавленной стоимостью (например, финансовых и деловых услуг).

Как в Финляндии, так и в Швеции в начале 90-х годов лопнул пузырь цен на активы, что привело к банковскому кризису и спаду. Однако в 1995–2000 годах эти страны реализовывали преимущества своей относительной специализацией в секторе ИКТ, благодаря чему с 1994 года их экспорт быстро возрастал. Во второй половине 90-х годов чистый экспорт внес существенный позитивный вклад в рост ВВП, который в случае Финляндии составил 1,5 процента в год. Динамизм сектора ИКТ стимулировал высокие инвестиции в оборудование, которые росли в Швеции на 8 процентов в год. В свою

очередь, это привело к увеличению занятости и располагаемых доходов домохозяйств, поэтому личное потребление было главным источником роста ВВП в обеих странах. Норвегия сохраняла на протяжении всего десятилетия высокие темпы роста (на 3,4 процента в год). Они основывались на устойчивом росте личного потребления, а также вложениях в оборудование, возраставших в 1995–2000 годах на 9,3 процента в год.

В менее крупных странах южной Европы – Греции, Испании и Португалии – экономическая динамика в 1990–1995 годах была более вялой, однако в 1995–2000 годах рост стал более энергичным, превысив 3,4 процента в год. Такое ускорение основывалось на внутреннем спросе, при этом большой вклад внесло личное потребление, с которым по своему вкладу почти сравнялись вложения в основной капитал. Расходы на оборудование и строительство росли более чем на 5 процентов в год, отражая потребности этих стран в модернизации своей инфраструктуры и обновлении промышленности.

В первой половине 90-х годов менее крупные страны, соседние с Германией, – Австрия, Бельгия и Нидерланды – ощутили положительное воздействие бума в Германии, вызванного объединением, поскольку он существенно увеличил спрос на их экспорт. Чистый экспорт внес положительный вклад в рост, за исключением Австрии. Однако в последующий период вялые темпы экономической активности в Германии сдерживали рост в Бельгии и Нидерландах, который дополнительно тормозился ограничительной бюджетно-финансовой политикой. Тем не менее Нидерланды в 1995–2000 годах обошли Германию по темпам роста почти на 2 процентных пункта в год. Высокие темпы роста основывались на внутреннем спросе, главным образом личном потреблении (стимулировавшемся высоким ростом занятости) и инвестициях.