

**АКТУАЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ:
2010 – 2012**

Глобальные дисбалансы | Долговой кризис | Энергетика

Первоисточники:

- Мировые дисбалансы сбережений и инвестиций: Вопросы Экономики, № 6, 2011 (Л. Григорьев, А. Иващенко);
- Цены на нефть: пока в мире идет восстановление: Нефть России, № 9, 2011 (Л. Григорьев, А. Курдин);
- Мировая экономическая конъюнктура в начале 2012 г.: Квартальные комментарии РЭА по мировой экономике, №1 (долговые проблемы) – сентябрь 2011 г., и №2 (мировые прогнозы и кризис в Европе) – февраль 2012 г. (оба – А. Иващенко);
- Страны Балтии: в поисках выхода из кризиса: Вопросы Экономики, № 4, 2010 (Л. Григорьев, С. Агибалов).

Авторы:

Л. Григорьев – к.э.н., зав. Кафедрой мировой экономики Факультета Мировой Экономики и Мировой Политики НИУ-ВШЭ, зам. генерального директора «Российского Энергетического Агентства» (РЭА);

А. Иващенко – начальник Отдела анализа инвестиционно-финансовых проблем «Российского Энергетического Агентства», аспирант Экономического факультета МГУ им. Ломоносова;

А. Курдин – начальник Отдела анализа проблем мировой энергетики «Российского Энергетического Агентства», аспирант Экономического факультета МГУ им. Ломоносова;

С. Агибалов – зав. сектором Экономического департамента Фонда «Институт Энергетики и Финансов».

В настоящей работе также использованы научные результаты, полученные в рамках проекта «Теоретические и методологические подходы к анализу основных процессов в мировой экономике», выполненного в рамках Программы фундаментальных исследований НИУ ВШЭ в 2011-2012 гг.

Оглавление

Предисловие	4
Мировые дисбалансы сбережений и инвестиций.....	5
Теоретические основы анализа.....	5
Сбережения и накопление: структура и балансы	13
Кризис и сбережения.....	19
Цены на нефть: пока в мире идет восстановление... ..	23
Нефтяные цены: теория или заговор	23
От пика к кризису (2007 – 2009)	24
Баланс интересов – от кризиса к восстановлению (2009-2010).....	27
Пока идет восстановление (2011 - ...).....	30
Мировая экономическая конъюнктура в начале 2012 г.....	37
Мировые прогнозы: инерционный пессимизм.....	37
Европа: неприятные для Брюсселя уроки макроэкономики.....	42
Долговые проблемы как ключевой фактор риска	45
Страны Балтии: в поисках выхода из кризиса	52
Успех трансформации 1990–2000-х годов	52
Реструктуризация советских активов	55
Кредитный экспресс: незамеченный системный риск	59
Падение транзита.....	61
Миграция.....	62
Балтийский шторм: кризис 2008–2010 гг.	64
Уроки и перспективы	69
Статистическое приложение	72
Список использованных источников	81

Предисловие

Мировая экономика переживает самые тяжелые за последние шесть десятилетий потрясения, сложилась огромная неравномерность в развитии стран и регионов. Ожидания «мягкой рецессии» в ЕС в 2012 г., неустойчивость ситуации на Ближнем и Среднем Востоке, бюджетные и долговые кризисы в целом ряде стран мира заставляют экономистов и политиков быть очень осторожными, постоянно оценивать риски, отслеживать текущие и долгосрочные тенденции. Интерес к экономике возрос, но анализ циклических процессов, антикризисной, бюджетной, долговой политики предполагают достаточно кропотливую работу, требующую специальной подготовки.

Данный сборник предназначен для всех, кого интересует развитие мировой экономики и экономик стран ЦВЕ и Балтии от конца подъема в 2007 г. до конца 2011 года, то есть в условиях глобального кризиса и фазы послекризисного восстановления. Данные материалы были подготовлены для аудитории, имеющей базовые познания в области макроэкономики и международной экономики, но вполне могут быть использованы большинством лиц с высшим образованием, студентами университетов и «студентами экономической науки» для собственных нужд. Сборник содержит три типа материалов: а) три авторские статьи, ранее опубликованные в профессиональных журналах (см. выше «первоисточники»); б) обзоры мировой конъюнктуры, подготовленные «Российским Энергетическим Агентством» (РЭА); в) статистическое приложение, адаптированное к анализу текущей экономической ситуации в европейских странах.

Отметим, что сборник не мог вместить столь же интересные материалы по экономическому циклу в США, развитию Азии и стран БРИКС, мировой торговле, социальным и бюджетным проблемам, мировой финансовой архитектуре и т.п. Монография на эту тему готовится коллективом авторов в НИУ-ВШЭ к осени 2012 г. Тем не менее, мы полагаем, что материалы данного сборника могут послужить «окном в проблемы» для всех интересующихся данными вопросами, что позволит им самим судить о многих актуальных вопросах.

Профессор Леонид Маркович Григорьев

Мировые дисбалансы сбережений и инвестиций

Предметом анализа первого раздела являются национальные и мировые инвестиции и сбережения. Мы охарактеризуем теоретические основания процессов сбережений агентами в одних странах и инвестиций в тех же или иных странах, выявим структуру потоков капитала между основными экономическими агентами, проанализируем глобальный дисбаланс сбережений с точки зрения экономического роста и вложений в развитие, в том числе сформулируем проблему дисбалансов, обуславливающих возникновение кризисов. В разделе не затрагиваются процессы передачи сбережений с помощью финансовых институтов и проблемы финансовой архитектуры современной мировой экономики.

Теоретические основы анализа

Для полноценного анализа многочисленных проблем мировой экономики необходимо осмыслить один из ключевых аспектов развития – накопление капитала, причем в глобальных масштабах. Капиталовложения выступают связующим звеном между современной экономикой с ее проблемами, решениями экономических агентов и будущей экономикой с ее ресурсами и возможностями. Разумеется, в каждом отдельном случае решение об инвестициях принимают домохозяйства, фирмы, государственные органы, финансируя капиталовложения из семейных сбережений, прибыли фирм, доходов правительства.

В целом объем глобальных капиталовложений должен соответствовать величине сбережений, перераспределенных финансовой системой от других агентов и других стран. Суммарный объем мировых капиталовложений составляет примерно 14 трлн. долл., или около 22% мирового ВВП. Преобладающая их часть проходит через финансовую систему. Чем более развиты рынки, тем (в общем случае) выше степень интермедиации (посредничества), сильнее зависимость уровня и сроков капиталовложений от доступности, длительности и стоимости финансовых ресурсов.

Этим вопросам посвящена огромная литература, но и в самих мировых процессах перераспределения сбережений, и в осмыслении итоговых результатов глобального накопления реальных активов остается много неясного. Какие страны сберегают, за счет каких экономических агентов, почему не используют свои сбережения, а экспортируют их в страны, абсорбирующие чужие сбережения, – это стартовые вопросы анализа. Разумеется, можно найти общий ответ на них в рамках макроэкономических теорий. Но дополнительно необходимо учитывать реалии нашего мира, временные ограничения перетока ресурсов,

факторы накопленного капитала, государственной политики, институциональных особенностей стран и их способностей сберегать и инвестировать.

Принципиально важный исходный момент для анализа этой проблемы – различие мотивов для сбережений агентов на микроуровне (домохозяйств, фирм, других агентов) и детерминант накопления капитала на макроуровне. Столетиями сбережения перемещались между экономиками: сначала тамплиерами, затем – итальянскими банкирами в средние века, потом – английскими и голландскими банкирами, позднее сформировалась современная финансовая система. За это время произошли сотни финансовых паник и многие тысячи банкротств, что показывает рискованность процесса сбережения для тех, кто надеется на устойчиво высокий процент.¹ Но по-прежнему рискованный капитал мечется по миру в надежде получить высокий доход и успеть уйти из страны (фонда, банка и т. д.) до девальвации, дефолта или просто кризиса. В этих условиях лишь внутренние инвестиции стран и прямые иностранные инвестиции (ПИИ) обеспечивают вложения в развитие.

Построить баланс страны по сбережениям и инвестициям можно в рамках концепции «движение капиталов» (flow of funds), которая позволяет понять, как сберегают различные секторы экономики. Ниже представлен реальный баланс финансовых ресурсов США за последний предкризисный 2007 г. и первый послекризисный (характеризующийся ростом ВВП) 2010 г.. Для целей данного раздела нас интересует то, что обычно называют «стилизованными фактами», – совокупность статистической информации, дающая достоверное представление о реальном объекте исследований. Огромные заимствования американского нефинансового бизнеса и государства у финансового сектора обеспечены сбережениями населения и иностранными сбережениями, эта картина формировалась десятилетиями и не изменилась за время кризиса. Во многом, американский баланс – это отражение сложной картины движения потоков средств через весь мир.² Американские активы «остального мира» огромны, они превышают объемы годового ВВП США.

В 2007 г. объем американской финансовой системы достигал 60 – 65 трлн. долл. Страна вложила триллионы долларов за границей, прежде всего в форме ПИИ, и получила еще больше (особенно в форме облигаций).³ Объемы потоков внешних доходов для США сопоставимы, но тема доходности ранее вывезенных сбережений носит самостоятельный характер. В данной работе мы не затрагиваем важный вопрос балансов инвестиционных

¹ Об истории развития финансовой системы и истории финансовых кризисов см. [1].

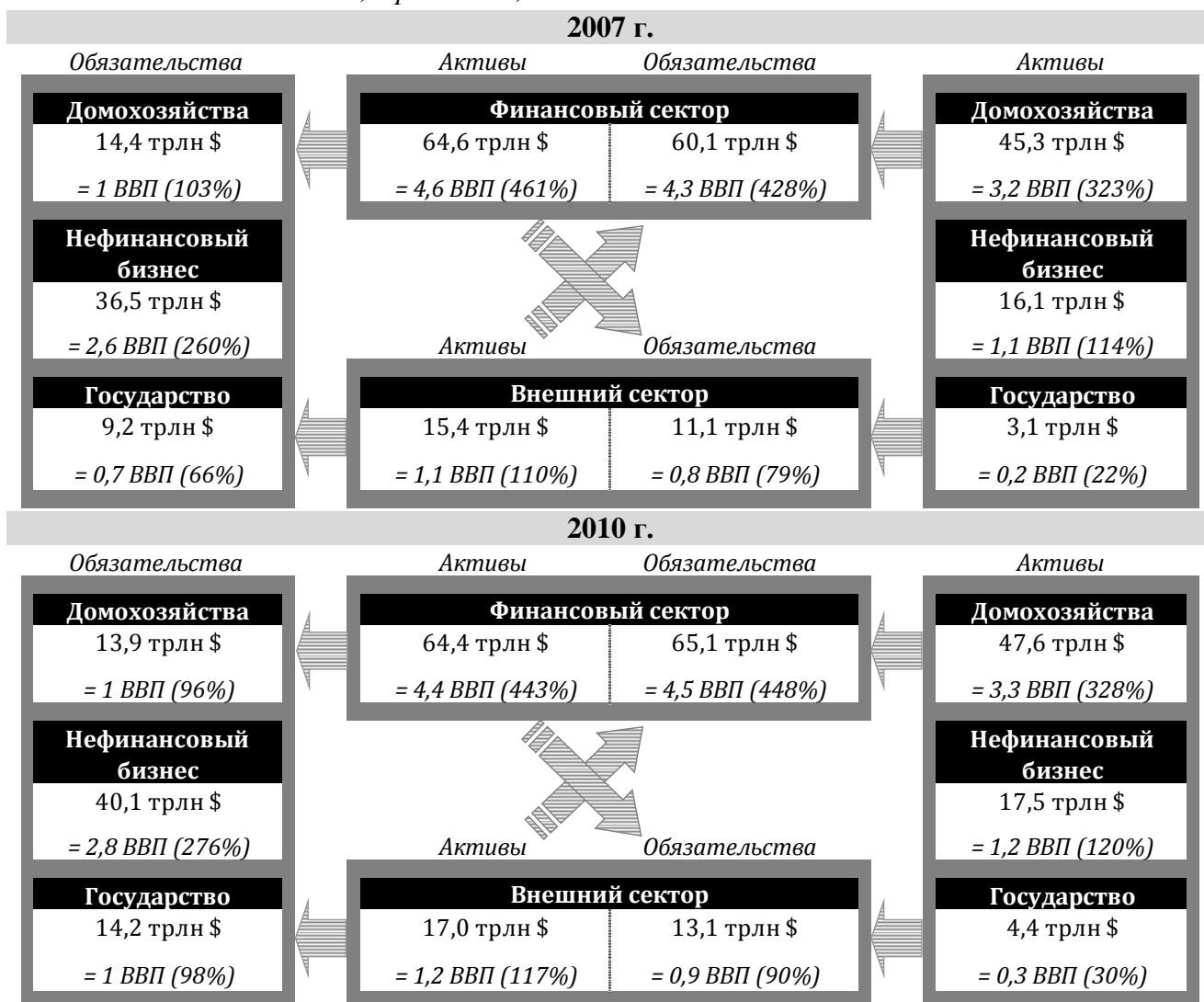
² Аналогичные схемы можно построить для любой страны, связывая в единой матрице движение потоков сбережений, в том числе по инструментам. Такой исследовательский проект труден, поскольку обычно отсутствует должная статистическая база (в частности для России), но в будущем вполне вероятен.

³ Обоснование подобной оценки для США см. в [2].

позиций развитых и развивающихся стран, хотя при отрицательной инвестиционной позиции развитые страны зачастую имеют положительный инвестиционный доход от операций с внешним миром за счет разницы в процентных ставках по займам и вложениям.

За время кризиса американская финансовая система вместо нетто-кредитора ожидаемо стала нетто-заемщиком. Если чистые активы финансового сектора США в 2007 г. равнялись 4,5 трлн. долл., то в 2010 г. они составляли уже -0,7 трлн. долл. Домохозяйства, напротив, за кризисные годы нарастили чистые активы на 2,8 трлн. долл. Этот прирост был преимущественно абсорбирован ростом внутренних государственных займов для финансирования бюджетного дефицита. На 2 трлн. долл. также выросли валовые активы США за рубежом (обязательства внешнего сектора перед США), не последнюю роль в этом сыграло нежелание многих американских корпораций по налоговым причинам консолидировать получаемую на мировых рынках прибыль в США.

Рисунок 1: Финансовый баланс секторов экономики США (Flow of Funds), величины запасов, 2007 и 2010 гг., трлн. долл., долей ВВП и % ВВП



Источники: Federal Reserve, расчеты авторов.

Теоретический анализ движения сбережений на глобальном уровне требует перехода к межстрановой динамике. Изучение процессов формирования сбережений и накопления основного капитала в разрезе развитых и развивающихся стран предполагает совместный анализ их общих макроэкономических счетов и платежных балансов. Нельзя оценивать накопление резервов как рациональную стратегию для развивающихся стран, оставаясь исключительно в рамках статистики платежного баланса. Избыточные резервы могут не только служить источником внутривнутристрановых дисбалансов формирования сбережений и накопления основного капитала, но и приводить к серьезным экономическим проблемам в международном контексте.

Для открытой экономики балансовое соотношение, связывающее национальные сбережения ($S_{\text{нац}}$), накопление основного капитала (I) и сальдо счета текущих операций платежного баланса (CAB), выглядит так:

$$S_{\text{нац}} - I = CAB.$$

При этом платежный баланс в целом выполняется при:

$$CAB + FI + RES = 0,$$

где FI – баланс счета операций с капиталом и финансовыми инструментами (далее – финансовый счет), а RES – изменение резервов за период.⁴ Комбинируя эти два балансовых соотношения, получим ключевое для нашего анализа равенство:

$$S_{\text{нац}} + FI = I + (-RES).$$

Раскладывая национальные сбережения на частные и государственные, получим более детальное соотношение⁵:

$$S_{\text{частн}} + FI = I + (G - T) + (-RES).$$

Последнее балансовое соотношение показывает, как формируются инвестиционные ресурсы страны (левая часть равенства) с учетом притока/оттока капитала и как они фактически используются (правая часть равенства). Например, при положительных частных сбережениях (величина, равная разнице между располагаемым доходом и конечным частным потреблением) и чистом притоке капитала из-за рубежа все эти ресурсы используются для финансирования дефицита бюджета, накопления основного капитала и резервов.

⁴ Здесь и далее знаки всех потоков отвечают стандартному представлению платежных балансов в методологии МВФ: чистому притоку капитала в страну соответствует *положительное* значение FI , накоплению резервов – *отрицательное* значение RES .

⁵ Положительный знак выражения $(-RES)$ указывает на *рост* резервов.

При плавающем валютном курсе и абсолютной мобильности капитала изменение резервов происходит исключительно как балансирующее статистические ошибки и пропуски (то есть это небольшая величина). Но абсолютная мобильность капитала и в меньшей степени свободно плавающий валютный курс – теоретические абстракции, на практике далеко не всегда достижимые, особенно в развивающихся странах. При существенном профиците счета текущих операций, но при не абсолютно свободном движении капитала или валютного курса, в стране возникают условия, при которых накопление резервов становится устойчивым процессом и, с определенной точки зрения, рациональным решением с учетом целей макроэкономической политики государства. Рациональными основаниями для накопления страной ликвидных резервов служат: обеспечение внешнеторговой безопасности, формирование «подушки безопасности» на случай возникновения проблем с выплатой госдолга и привлечением внешнего финансирования, потребность балансировать валютный рынок и управлять курсом национальной валюты (в стране с не свободно плавающим курсом).

Разумеется, с точки зрения создания основ долгосрочного экономического роста накопление основного капитала в стране важнее, чем формирование ликвидных резервов. Это особенно актуально в отношении развивающихся стран, характеризующихся низким уровнем капиталовооруженности труда. Но с учетом макроэкономических реалий мировой экономики накопление резервов для большинства развивающихся стран часто становится необходимостью.

При заданном объеме национальных сбережений типичная развивающаяся страна условно «распределяет» имеющиеся ресурсы между внутренними инвестициями, экспортом капитала и накоплением резервов (последнее, по сути, – внешнее финансовое вложение под управлением органа национальных денежных властей). Подобное «распределение», конечно, теоретическая абстракция, потому что решения об объемах сбережений и инвестиций принимают различные агенты с разными целевыми функциями, но она адекватно отражает проблему финансирования роста в развивающихся странах.

Важный теоретический вопрос состоит в том, чем обусловлены разные нормы сбережения и накопления в различных странах и их группах. Соотношение этих норм показывает, какие страны выступают нетто-кредиторами, а какие – нетто-заемщиками, и каков объем экспортируемых или импортируемых сбережений.

В учебниках по макроэкономике детерминанты уровней сбережения и инвестиций определяются достаточно просто: на сбережения в первую очередь влияют текущие и накопленные доходы, в меньшей степени – уровень процентных ставок; объем инвестиций

зависит от стоимости заемного капитала и совокупного уровня дохода. Следуя подобной логике, при некоторых простых предпосылках можно построить предположения о соотношении норм сбережения в развитых и развивающихся странах (Вставка 1). Для последних норма сбережения должна быть выше при прочих равных условиях. Таким образом, в условиях абсолютной мобильности капитала требуемая норма накопления покрывается внутренней нормой сбережения и неограниченным импортом капитала. При прочих равных условиях развивающиеся страны выступают нетто-кредиторами, а развитые – нетто-заемщиками. В то же время, обычно каждая развивающаяся страна имеет достаточно проблем и объектов для инвестирования. Если экономические агенты в развивающейся стране не инвестируют по каким-то причинам (например, институциональным), то избыток уходит за рубеж. Это называется «плохой инвестиционный климат».

Вставка 1: Простая функциональная форма нормы частных сбережений

Детерминанты уровня национальных сбережений страны совпадают с детерминантами уровня потребления, для большинства отличается направление влияния. Рассмотрим вопрос на примере частных сбережений – разницы между располагаемым доходом (Y_d) и конечным частным потреблением (C) – которые в самом простом виде можно представить как функцию от располагаемого дохода, накопленного богатства (W) и ставки процента (r):

$$S_{\text{частн}} = Y_d - C(Y_d, W, r).$$

Здесь зависимость потребления от располагаемого дохода и накопленного богатства положительная, а от ставки процента – отрицательная⁶. Тогда с учетом традиционных представлений о значении предельной склонности к потреблению получаем (верхние индексы отражают знак зависимости):

$$S_{\text{частн}} = S(Y_d^+, W^-, r^+).$$

В случае простейшей линейной формы функции сбережения норма сбережения s , рассчитанная как отношение сбережения к располагаемому доходу, имеет вид:

$$s_{\text{частн}} = \alpha - \beta \frac{W}{Y_d} + \gamma \frac{r}{Y_d}.$$

Коэффициенты α , β и γ положительные. Соответственно при подобных простых предпосылках получаем, что более низкая норма частных сбережений будет характерна для стран с относительно большим накопленным богатством и относительно низким уровнем

⁶ Современные теории потребления заметно шире рассматриваемой простейшей постановки, но основополагающие моменты они не опровергают. Обзор базовых идей, используемых при эконометрическом построении современных функций потребления, см. в [3].

процентных ставок. Таким образом, домохозяйства развитых стран при прочих равных условиях будут сберегать меньшую долю располагаемого дохода, чем развивающиеся. Учитывая, что государственные сбережения развитых стран скорее отрицательные (бюджет дефицитен), можно распространить последний вывод на национальные сбережения.

Теоретическая традиция абсолютной «автономности» сберегательных и инвестиционных решений друг от друга еще 30 лет назад подвергалось серьезной критике, в частности М. Фельдштайн и Ч. Хориока указывали на высокую корреляцию норм сбережения и накопления.⁷ Действительно, автономность инвестиционного решения в условиях не абсолютной мобильности капитала не достижима: норма сбережения выступает естественным ресурсным ограничением для инвестиций в странах, не способных занять необходимые средства для покрытия своих инвестиционных потребностей. Научная дискуссия вокруг статьи [4] постепенно сошла на нет по мере снятия ограничений на трансграничные потоки капитала и финансовой интеграции в 1990–2000-е годы. Корреляция норм сбережения и накопления снизилась⁸, и идея об относительной «автономности» решений о сбережениях и инвестициях сейчас не вызывает серьезной теоретической критики.

Современные эконометрические исследования указывают, что влияние одних и тех же теоретически определенных детерминант на динамику нормы сбережения в развитых и развивающихся странах несколько различается.⁹ В частности, авторы наиболее полного и детального исследования середины 1990-х годов, посвященного данной проблеме, пришли к выводу, что взаимодействие сбережений, накопления и экономического роста сложное и неоднозначное. Выявить жесткую причинную зависимость между этими тремя факторами эконометрическими методами не удалось. Для целей данного раздела важен вывод, что высокая корреляция инвестиций и сбережений связана с низкой мобильностью капитала и политикой стран по предотвращению больших дефицитов текущих внешних балансов и другими общими факторами.¹⁰

Одно из последних предкризисных исследований, выполненное МВФ¹¹, указывает, что 1-процентный прирост ВВП на душу населения в среднем увеличивал национальную норму сбережения на 1 п. п. в развитых странах и на 0,5 п. п. – в развивающихся (за 1972–

⁷ См. [4].

⁸ См. [5].

⁹ Общее представление о теоретическом моделировании процесса сбережения (как остатка от располагаемого дохода после потребления) можно получить в [3].

¹⁰ См. [6], а также [7];

¹¹ См. [8].

2004 гг.). При этом в развивающихся странах существенно большее влияние на норму сбережения оказывал рост коммерческого кредитования. При приросте отношения объема кредитов к ВВП на 10 п.п. национальная норма сбережения снижалась на 0,5 п.п. в развитых и на 0,9 п.п. – в развивающихся странах. Этот несколько неожиданный результат означает, что при углублении финансовой системы и повышении мобильности капитала собственные бюджетные ограничения снимаются, и кредит позитивно воздействует на развитие. Кроме того, наблюдается ожидаемое положительное влияние фискальной консолидации (сокращение дефицита/рост профицита бюджета) на норму национального сбережения, причем большее – в развивающихся странах.

Отдельная важная проблема – норма сбережения домохозяйств, которая широко отличается по странам и часто определяется особенностями страны и ее культуры. Например, норма личного сбережения в Японии традиционно составляет 9–10%, а в Германии и Франции – 14–16%. Еще одна проблема – фактическое распределение источников сбережений в стране между населением, бизнесом и государством. Она уже была затронута выше на примере США (см. Рисунок 1).

За пределами учебных курсов по макроэкономике и большинства эмпирических исследований остается вопрос о детерминантах корпоративных сбережений как части национальных. Роль корпоративных прибылей как источника финансирования накопления основного капитала была особенно значительной в период высоких темпов роста мировой экономики в 2000-е годы. Макроэкономические исследования не уделяют должного внимания балансу сбережений и инвестиций в разрезе различных институциональных секторов.

Было также выявлено определенное различие в интенсивности влияния одних и тех же факторов динамики нормы накопления в развитых и развивающихся странах. Большая доступность кредита и меньшая стоимость заимствования увеличивали норму накопления как в развитых, так и в развивающихся странах, что в целом согласуется с общими теоретическими представлениями о факторах спроса на инвестиции. В последнее время активно изучают роль институциональных факторов динамики нормы накопления в развивающихся странах¹², однако обнаруженные в эмпирических исследованиях влияния не очень устойчивы.

Итак, источниками инвестиционных ресурсов страны выступают частные сбережения (домохозяйства и фирмы), профицит бюджета (если есть) и чистый импорт капитала, если сформировано положительное сальдо по финансовому счету платежного баланса. Объем

¹² См., например, [9].

сбережений определяется финансовым результатом компаний и потребительскими решениями домохозяйств, основанными на объемах и темпах роста доходов, доступности кредитования и уровне процентных ставок. Решение об объемах накопления основного капитала принимаются исходя из размеров и темпов роста доходов, уровня процентных ставок и необходимости инвестировать в развитие. Инвестиционные решения экономических агентов (компаний, пенсионных фондов, банков, индивидов) в странах, способных относительно свободно экспортировать или импортировать капитал, не ограничены объемом доступных внутренних ресурсов. При этом развитые и развивающиеся страны имеют разные характеристики процессов сбережения и накопления – как уровня норм, так и их динамики. Как отставание, так и ускорение развития стран в значительной степени связаны с использованием собственных или внешних сбережений и инвестиций, хотя, разумеется, факторы институционального развития, научно-технического прогресса, культуры также играют большую роль.

Сбережения и накопление: структура и балансы

Решения многих проблем в области национальных инвестиций и сбережений часто затрагивают внешний мир как источник ресурсов или место хранения капитала. Ускорение процессов глобализации в 1990–2000-е гг., развитие финансового посредничества, информационная революция, рост мощностей по сбору и переработке данных на микроуровне постепенно создали условия, когда частные банки могут опираться на сбережения всего мира, а не только стран своего происхождения или даже развитых стран.

Нам важно показать пределы того объема сбережений и соответственно капиталовложений, которые можно реально наблюдать в рамках статистически изучаемой мировой экономики. В каком-то смысле речь идет о динамике «мирового фонда» накопления. Учитывая быстрые изменения экономики и особенно финансовой системы после Второй мировой войны, мы рассматриваем период после 1990 г., когда глобализация и информационная революция, знания науки об экономике достигли определенного уровня зрелости. В нашем подходе мы полагаем этот период относительно однородным в контексте анализа макроэкономической динамики (в том числе по причине отсутствия блока стран с плановой экономикой). Поэтому мы исследуем тренды сбережений и накопления капитала в третьем стационарном режиме (1990–2008 гг.)¹³ и в кризисный период 2008–2010 гг. Методология работы в целом соответствует работам других авторов¹⁴, где изучаются тренды

¹³ О «стационарных режимах» послевоенной макроэкономической динамики и их выделении см. [10].

¹⁴ См. [11], [12].

инвестиций и сбережений в первом и втором послевоенном стационарах – 1948–1973 и 1974–1990 гг.

На протяжении двух последних десятилетий мировой ВВП почти утроился – это можно было бы сказать и о накоплении основного капитала, если бы глобальный кризис не привел к значительному сокращению капиталовложений. Ниже показано (Таблица 1), насколько резко при этом изменилась структура ВВП и капиталовложений мира. Для целей данной работы мы также отдельно показываем США и Китай. Отметим, что доля в мировом ВВП развивающихся стран в 2010 г. достигла 34,7%, а по накоплению – 45,3%. Видимо, через несколько лет накопление в развивающихся странах превысит соответствующий показатель в развитых.

Таблица 1: Объем мирового ВВП и капиталовложений, доли основных стран и групп стран, 1990, 2008, 2010 гг.

	ВВП			Вложения в основной капитал			Норма накопления, % ВВП, 2010
	1990	2008	2010	1990	2008	2010	
Мир, трлн. долл.	22,2	61,4	63,3	5,0	9,9	13,9	22,0
в т.ч. в % от мирового							
США	26,1	23,3	22,9	21,1	18,7	16,0	15,4
Китай	1,8	7,4	9,2	2,0	13,2	19,3	46,2
Развитые страны без США	53,3	45,1	42,4	59,6	43,3	38,6	20,0
Развивающиеся страны без Китая	18,8	24,3	25,5	17,3	24,8	26,0	22,5

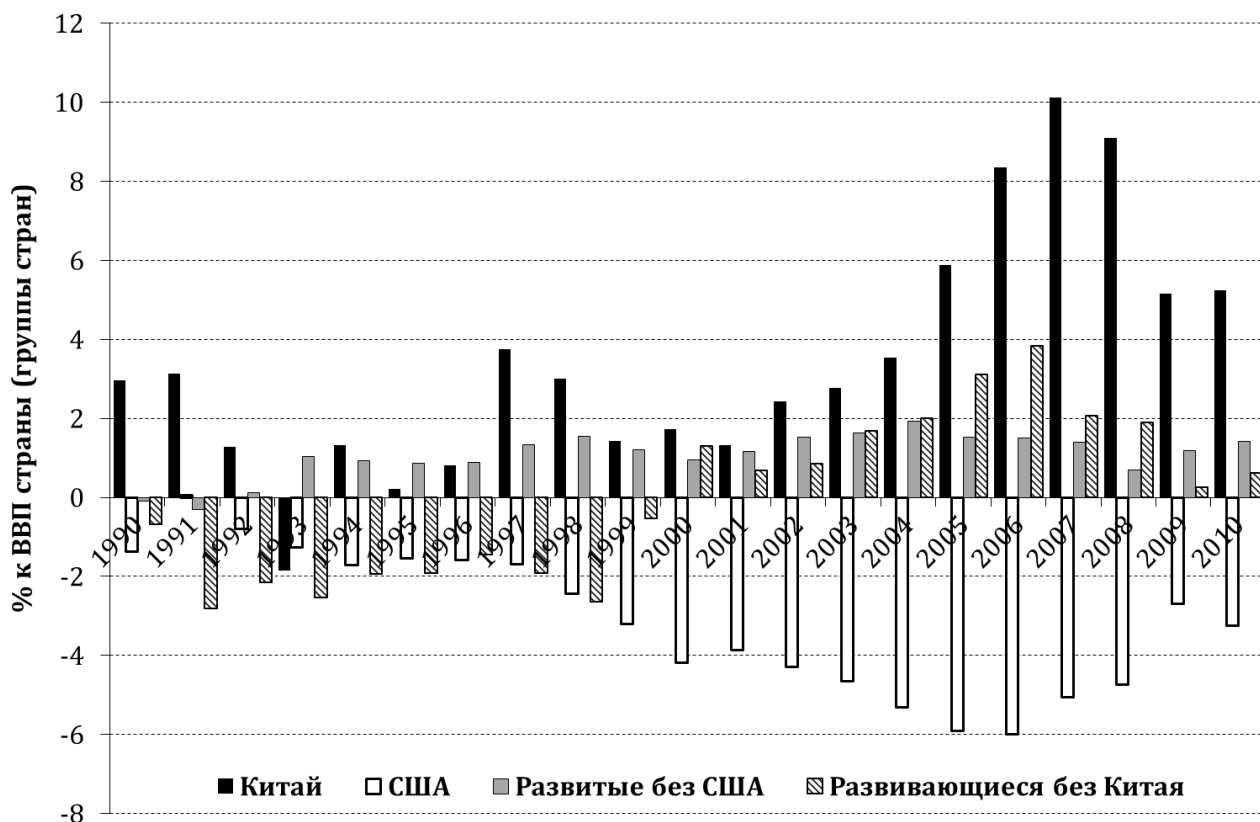
Источники: IMF, расчеты авторов.

В развивающемся мире современные активы чаще всего встречаются в добывающей промышленности (как прямые инвестиции западных ТНК). Именно для развивающихся стран с низким уровнем душевого ВВП, отсталыми физической инфраструктурой и обрабатывающей промышленностью, а также находящимися в зародышевом состоянии постиндустриальными секторами на текущем этапе развития необходима высокая норма накопления (как и для России). Однако суммарное преимущество развивающихся стран в области капиталовложений связано в основном с активным накоплением основного капитала в Китае. Норма накопления развивающихся стран без Китая не так велика и не дает оснований ожидать выравнивания развития двух групп стран в короткие сроки. Заметим, что низкая норма накопления в США, не удивительная сама по себе на фоне высокого уровня капиталовооруженности в стране, указывает на более сильное влияние научно-технического прогресса на экономический рост в США.

Динамика счета текущих операций платежных балансов отражает направление движения сбережений. В данном случае экспорт сбережений нефтеэкспортеров спрятан в сумме балансов развивающихся стран (см. Рисунок 2). С учетом некоторого несовершенства

статистики¹⁵ все равно видно, что огромное отрицательное сальдо баланса США противостоит положительным балансам большинства стран. Это выводит торгово-финансовые отношения США и Китая, двух экономических гигантов, в совершенно иную категорию парной взаимозависимости.

Рисунок 2: Сальдо счета текущих операций платежного баланса по основным странам и группам стран, 1990–2010 гг., % ВВП



Источники: IMF, расчеты авторов.

Примечание: в стандартной методологии платежного баланса положительное сальдо означает превышение объема экспортных текущих операций над импортными.

В 2000-е годы США сумели привлечь достаточный объем внешних сбережений для покрытия дефицитов текущего счета, бюджета и даже, в последние предкризисные годы, отрицательных потоков сбережений домохозяйств (среднегодовой приток сбережений в США в 2002–2009 гг. составлял порядка 4,7% ВВП).¹⁶ В известном смысле можно говорить о чрезмерной зависимости США от сбережений других стран, что может отрицательно сказаться на экономической безопасности самой мощной державы мира. Для большинства развивающихся стран по-прежнему характерны недостаточно высокая норма накопления, проблемы с мобилизацией внутренних сбережений при низком уровне развития и сложностях конкуренции с США за инвестиционные ресурсы на финансовом рынке.

¹⁵ Считается, что основной вклад в несовпадение мировой величины инвестиций и сбережений вносит завышенный профицит счета текущих операций в Китае.

¹⁶ См. [2].

Неочевидна и готовность стран (развитых и развивающихся) принимать ПИИ от нефтеэкспортеров и Китая для решения проблем национального развития.

Ниже приведены (Таблица 2) более подробные данные о сбережениях и накоплении по регионам мира. Развитые страны в 2009–2010 гг. по объемам национальных сбережений были отброшены к уровню 2005–2006 гг., в том числе за счет антикризисного наращивания госрасходов на фоне соразмерного падения выпуска и потребления. Сбережения Китая же за последние 10 лет выросли в абсолютном выражении в 6 раз, сбережения прочих развивающихся стран – в 3,5 раза. Россия и Бразилия практически в 4 раза увеличили свои годовые сбережения, обогнав (каждая) Великобританию. Страны БРИК значительно превзошли по объему сбережений Еврозону, так что картина мира радикально изменилась за последние десять лет.

Таблица 2: Объем национальных сбережений и инвестиций в основной капитал отдельных стран и групп стран, 2001–2010 гг., трлн. долл.

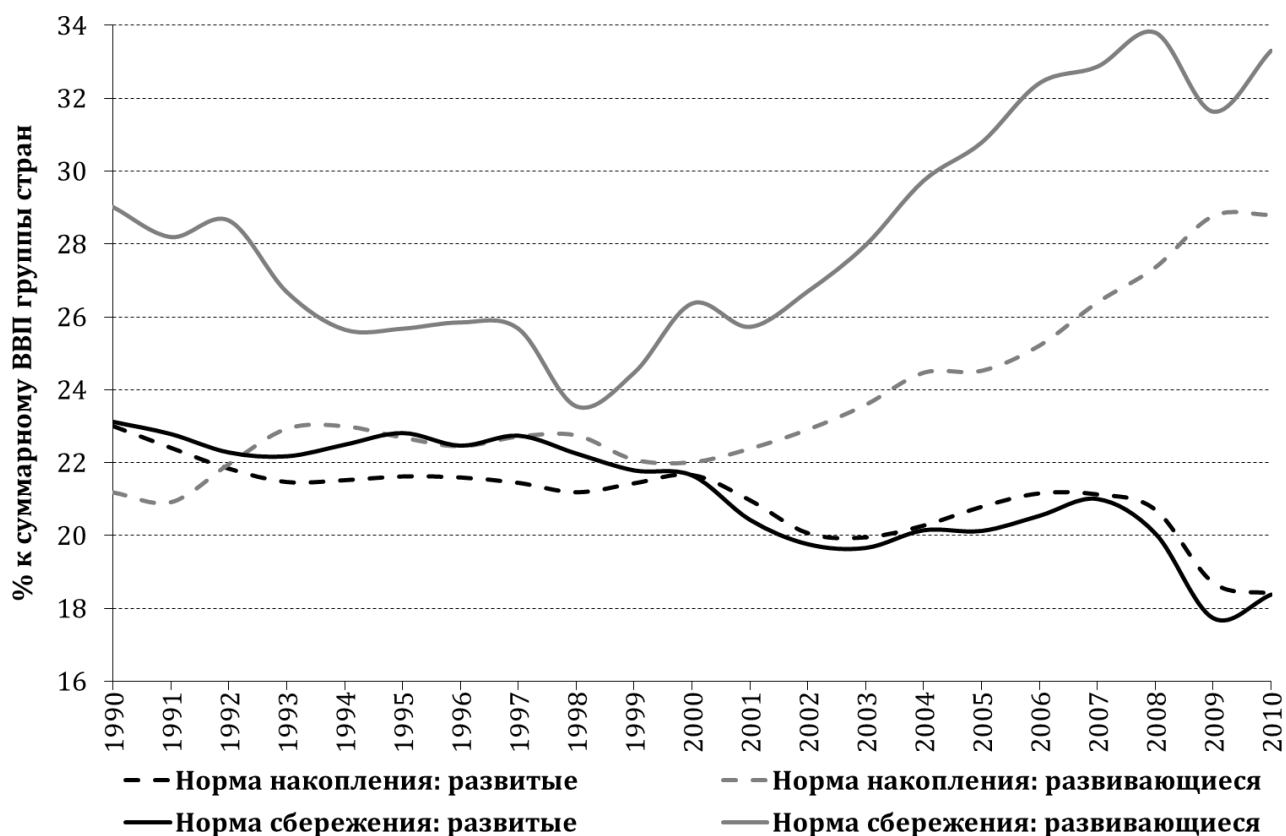
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<i>Сбережения</i>										
Мир	6,9	7,1	8,0	9,4	10,4	11,8	13,7	15,0	12,9	14,9
<i>Развитые страны</i>	5,2	5,2	5,9	6,6	7,0	7,5	8,4	8,4	7,0	7,6
США	1,6	1,6	1,6	1,7	1,8	2,0	2,0	1,9	1,7	1,8
Еврозона	1,4	1,6	1,9	2,2	2,3	2,5	3,0	3,1	2,5	2,5
Великобритания	0,22	0,23	0,27	0,32	0,31	0,35	0,43	0,35	0,24	0,25
Япония	1,0	1,0	1,0	1,2	1,1	1,1	1,1	1,2	1,0	1,2
<i>Развивающиеся страны</i>	1,7	1,8	2,2	2,8	3,4	4,3	5,3	6,6	5,9	7,3
Бразилия	0,09	0,09	0,10	0,14	0,17	0,21	0,27	0,35	0,26	0,38
Россия	0,10	0,11	0,14	0,19	0,25	0,33	0,44	0,55	0,30	0,42
Индия	0,11	0,13	0,16	0,21	0,26	0,30	0,39	0,39	0,41	0,54
Китай	0,51	0,59	0,71	0,88	1,1	1,4	1,8	2,3	2,6	3,1
<i>Справочно:</i>										
БРИК	0,8	0,9	1,1	1,4	1,8	2,2	2,9	3,6	3,6	4,4
ОЭСР	5,2	5,3	5,9	6,8	7,1	7,7	8,6	8,7	7,2	7,8
<i>Инвестиции</i>										
Мир	6,8	6,9	7,8	9,0	9,9	11,0	12,7	14,0	12,7	13,9
<i>Развитые страны</i>	5,3	5,3	5,9	6,7	7,2	7,7	8,4	8,7	7,4	7,6
США	2,0	2,0	2,1	2,3	2,5	2,7	2,7	2,6	2,2	2,2
Еврозона	1,3	1,4	1,7	2,0	2,1	2,3	2,7	2,9	2,4	2,3
Великобритания	0,25	0,27	0,30	0,37	0,38	0,42	0,50	0,44	0,33	0,34
Япония	1,0	0,9	1,0	1,0	1,1	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1
<i>Развивающиеся страны</i>	1,5	1,6	1,8	2,3	2,7	3,3	4,2	5,3	5,3	6,3
Бразилия	0,09	0,08	0,08	0,11	0,14	0,18	0,24	0,32	0,27	0,39
Россия	0,06	0,06	0,08	0,11	0,14	0,18	0,27	0,37	0,27	0,32
Индия	0,11	0,12	0,15	0,21	0,25	0,30	0,40	0,41	0,42	0,51
Китай	0,46	0,53	0,65	0,79	0,91	1,1	1,4	1,8	2,3	2,7
<i>Справочно:</i>										
БРИК	0,72	0,79	1,0	1,2	1,4	1,8	2,3	2,9	3,2	3,9
ОЭСР	5,4	5,4	6,1	6,9	7,4	8,0	8,8	9,1	7,7	7,9

Источники: IMF, расчеты авторов.

Несколько иная картина наблюдается в сфере накопления. Преимущество стран БРИК над Еврозоной уже не столь велико, Россия начинает уступать (в 2010 г. заметно) Бразилии. Это последствия кризиса – в Бразилии антикризисный стимул отразился в росте накопления основного капитала (не в последнюю очередь по тому, что сопровождался

притоком капитала), а в России – нет. США по-прежнему инвестируют на 0,4 трлн. долл. больше, чем сберегают. Сложилась следующая модель: развивающиеся страны зарабатывают своим экспортом средства в странах ОЭСР и в значительной мере там же их реинвестируют (основной реципиент – США). Применительно к избыточной нефтяной ренте стран-экспортеров или экспортным доходам Китая это может выглядеть разумным решением. Но для стран, ставящих перед собой масштабные модернизационные задачи, как Россия, такая политика представляется расточительной. Частично средства, размещенные развивающимися странами в мировых финансовых центрах (преимущественно расположенных в развитых странах), возвращаются обратно в виде иностранных инвестиций. В поисках высокой доходности инвесторы из развитых стран готовы принимать риски, которые инвесторы из развивающихся стран считают неприемлемыми. Это во многом и определяет ситуацию, при которой у развитых стран существует положительный внешний доход при отрицательной международной финансовой позиции.

Рисунок 3: Норма сбережения и норма накопления развитых и развивающихся стран, 1990–2010 гг., % ВВП



Описанная выше картина может быть отражена и в относительных величинах (Рисунок 3). Здесь она становится еще нагляднее, поскольку видны и тенденции последнего десятилетия XX века. Если в 1990-е гг. норма сбережения развивающихся стран снижалась, причем значительно – с 29 до 24%, то в 2000-е годы произошел перелом тенденции. Именно

в этот период при падающей норме сбережения развитые страны начали жить (точнее инвестировать) отчасти на сбережения развивающихся стран. Это новое явление (если не считать колониальную эпоху) – страны с огромными потребностями в модернизации экспортируют капитал. Разумеется, в рамках такой схемы появляется существенный экспорт капитала и внутри группы развивающихся стран – мобильность возрастает и здесь.

Проблема глобального избытка сбережений активно обсуждается в научном сообществе в последние пять-шесть лет. Началась дискуссия после выступления главы ФРС Б. Бернанке в 2005 г.¹⁷, когда в обиход экономистов вошел термин GSG (Global Saving Glut).

До 2000-х годов в развивающемся мире среди крупных экономик только страны ОПЕК и Китай имели положительное сальдо текущего счета платежного баланса. В первом случае, правда, наблюдались большие колебания сальдо в зависимости от цен на нефть: только после 2005 г. суммарные доходы стран ОПЕК от экспорта нефти превысили 600 млрд долл. в год. Именно в 2000-е годы избыточные сбережения Китая и нефтяных экспортеров стали поступать на финансовые рынки развитых стран, что привело к снижению процентных ставок и стимулированию роста в ОЭСР. Одновременно вскрылась ненадежность финансовой системы, в частности возникла острая ситуация с жилищными закладными в США, которая во многом спровоцировала глубокий финансовый кризис в стране и мире. Сторонники концепции GSG не утверждают, что избыточные сбережения были основной причиной кризиса (пороки финансовой системы сами по себе «тянут» на основную причину), но свой вклад в рассматриваемую ситуацию они определенно внесли.

Таким образом, развитие мировой экономики в 1990–2008 гг. базировалось на огромных сбережениях целого ряда стран. Ускоренное развитие Китая обеспечивалось за счет высоких сбережений и накопления ликвидных резервов. Этот избыток позволяет Китаю проводить политику масштабного инвестирования и кредитования других стран, в частности в рамках установления частичного контроля над источниками сырья для роста. Избыток сбережений середины 2000-х годов – феномен, вероятно, временный и относительный. Одним из его проявлений было создание суверенных инвестиционных фондов (Sovereign Wealth Funds, SWF) развивающихся стран, которые и стали одним из основных передаточных звеньев между избыточными сбережениями развивающихся стран и финансовыми центрами развитых стран. За избытком финансовых ресурсов должно было последовать постепенное увеличение нормы накопления, но этого не произошло, в том числе

¹⁷ Исходную постановку проблемы см. в [13]. Анализ проблем глобального избытка сбережений в разрезе инвестиционных инструментов проведен в [14].

по институциональным соображениям: многие страны не могут (Россия) или не хотят (Норвегия) реинвестировать свои экспортные доходы на своей территории.

Еще в 2005 г. сторонники концепции GSG говорили, что для балансирования мировых потоков сбережений и инвестиций нужно существенно увеличить норму сбережения в США и улучшить инвестиционный климат в развивающихся странах. Необходим также опережающий рост внутреннего потребления в развивающихся странах (относительно роста выпуска). Более того, появление конкурентной доллару мировой резервной валюты также могло бы способствовать выравниванию финансовых потоков. Но, как часто бывает в истории, реальная картина стала корректироваться лишь под воздействием кризиса.

Кризис и сбережения

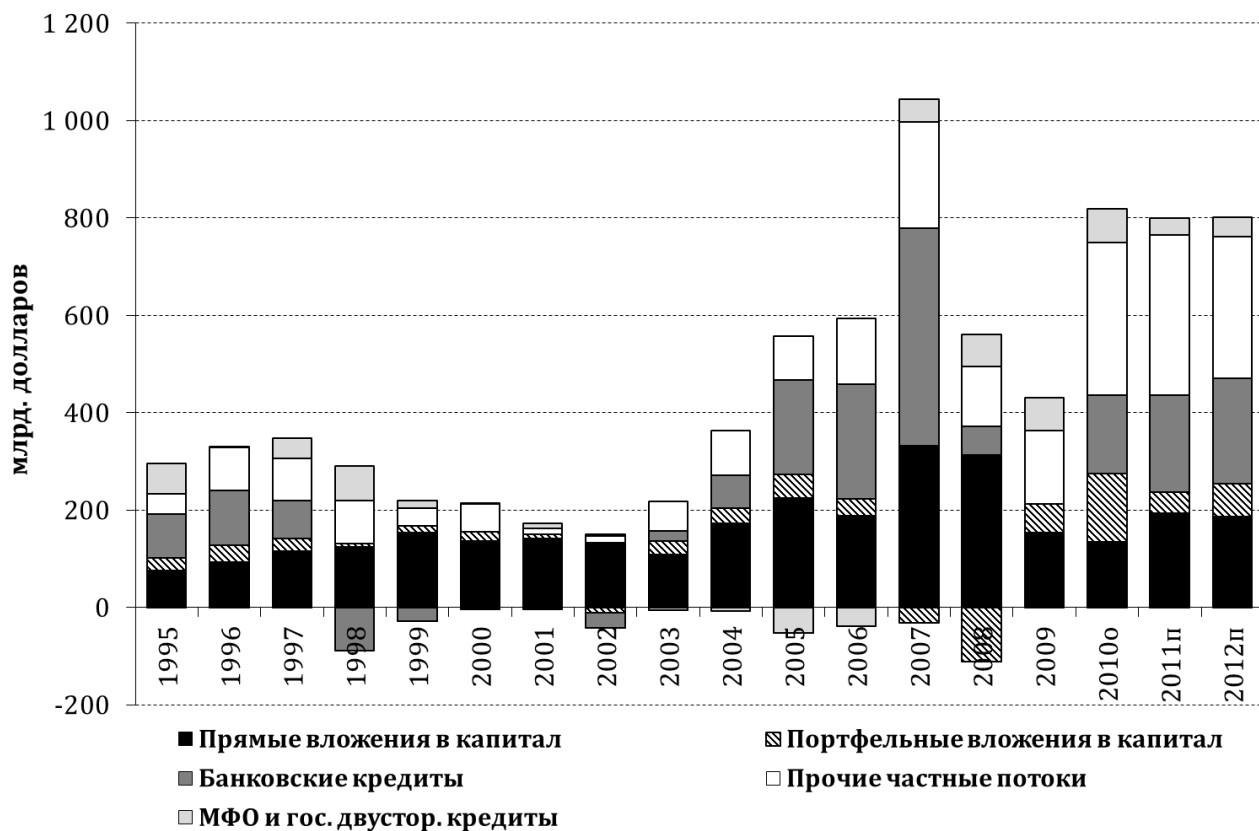
Мировой кризис вызывает резкое замедление или падение экономической активности. Кризисное сокращение производства обычно (исторически) концентрируется в промышленности и на транспорте. Сильнее других компонент совокупного спроса сжимается спрос на капиталовложения, а также на товары длительного пользования и жилье – в сферах расходования сбережений домохозяйств. Снижение прибылей крупных компаний и налоговых поступлений государств, безработица и уменьшение семейных доходов на фоне желания поддержать уровень потребления неизбежно приводят к сокращению сбережений стран, сильно затронутых кризисом, – в данном случае членов ОЭСР. Естественно, крупные развивающиеся страны – Китай, Индия, затем Бразилия, которые сумели выйти из кризиса быстрее и с меньшими потерями, – сумели сохранить и даже несколько нарастить уровень сбережений за кризисные годы.

Из-за сжатия финансового сектора в условиях глобального финансового кризиса сократился (особенно в конце 2008–2009 гг.) переток средств из развитых стран в развивающиеся по каналам финансового рынка. Для зависимых от иностранных вложений развивающихся стран это стало сильным внешним шоком, который в научной литературе часто называется «sudden stop». Поэтому, в частности, теория цикла вынуждена все больше внимания уделять финансовому сектору¹⁸. Ниже показано не только сокращение финансовых потоков в развивающиеся страны в период кризиса, но и существенное изменение их структуры (Рисунок 4). Если до кризиса поток облигационных займов шел к частным заемщикам, то теперь он идет к суверенным заемщикам в силу необходимости финансировать бюджетные дефициты не только в острой фазе экономического кризиса, но и в период восстановления роста. Сжатие мирового банковского сектора (списано порядка 3 трлн. долл.) оказало существенное воздействие на процессы финансирования в условиях

¹⁸ См. [10].

послекризисного подъема, оживив проектное финансирование, государственное участие и другие способы стандартизации, а также сокращения и разделения рисков.

Рисунок 4: Чистый приток капитала в развивающиеся страны, 1995–2012 гг., млрд. долл.



Примечание: оценка Института международных финансов не соответствует методологии платежного баланса, но это один из немногих источников таких данных. о – оценка; п – прогноз.

Источники: Institute of International Finance.

Для нас важнее другое: дисбалансы международных финансовых потоков – независимо от того, возникают они как результат финансирования торговых дисбалансов или вследствие накопления избыточных сбережений, – сами по себе могут генерировать или способствовать развитию локальных и глобальных кризисов.¹⁹ В теории, экономический кризис, сокращая спрос на долгосрочные инвестиционные ресурсы, высвобождает сбережения, снижает цену кредита и содействует новому подъему. Эта (классическая) логика делового цикла сложилась на основе анализа опыта преодоления кризиса несколькими странами с развитым рыночным хозяйством в XX в. Вопрос в том, как она проявляется в условиях глобальной экономики, в которой ряд стран испытывают нехватку инвестиций, другие их экспортируют даже в условиях кризиса, и, наконец, США перманентно импортируют сбережения. Изменил ли кризис мировую ситуацию? В целом по его завершении она сохраняет свои основные черты. Описанная выше логика привела к некоторому приросту, прежде всего, частных сбережений в развитых странах на фазе выхода

¹⁹ Подробный обзор подходов к анализу влияния потоков капитала на кризисные эпизоды см., например, в [15].

из кризиса, но он был компенсирован снижением государственных сбережений. Феномен GSG продолжает присутствовать в мировой экономике.

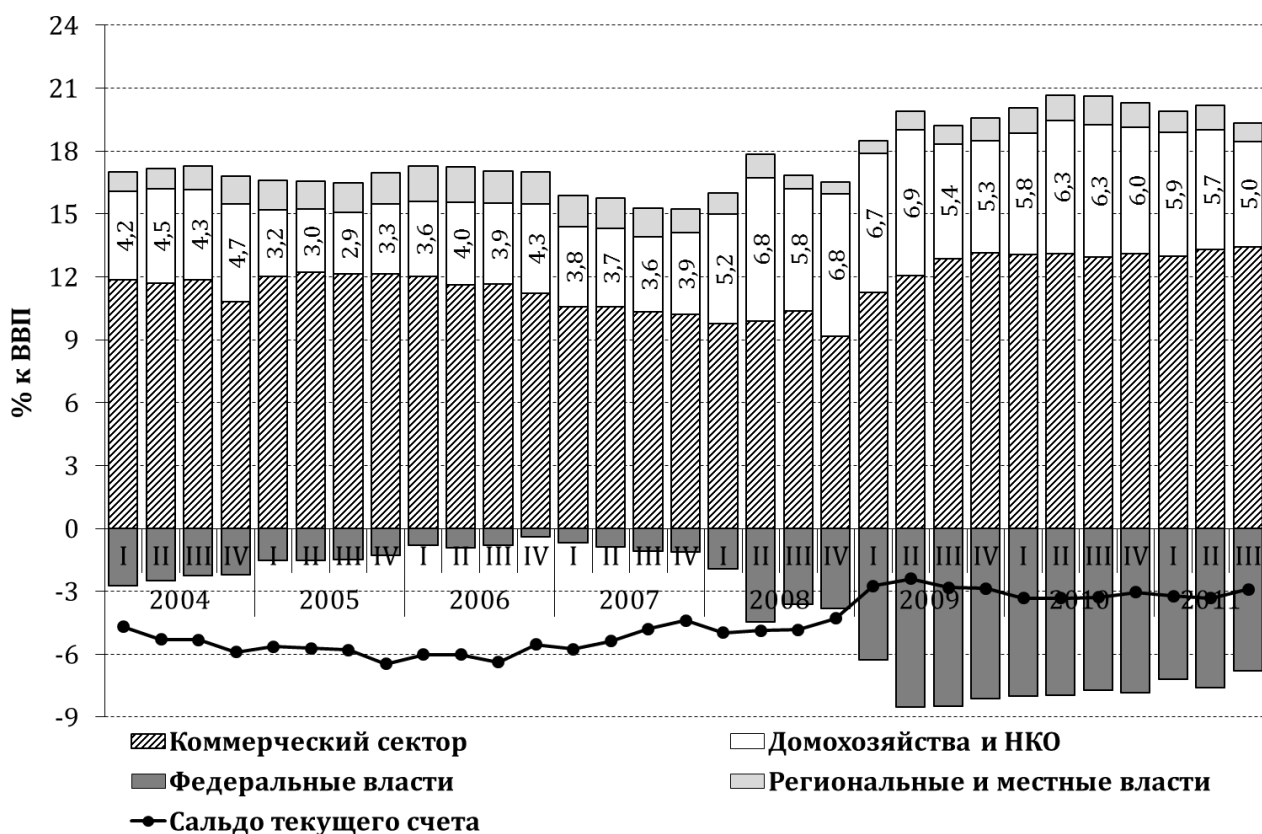
На стороне предложения мировых сбережений на выходе из кризиса в 2010 г. ситуация стабилизировалась: страны ОПЕК с помощью картельных мер удержали суммарные доходы на уровне 1 трлн. долл. Китай продолжает жить с профицитами текущего и капитального счетов. Сальдо текущего счета в Китае к концу 2011 г. сократилось до 5% ВВП, но приток капиталов в страну вырос до 4% ВВП, то есть прирост резервов происходит темпами не сильно ниже предкризисных. Мы полагаем, что финансовая система мира будет медленно адаптироваться к потребностям нового стационарного режима примерно в течение жизни одного поколения, как в прошлом. Каким будет этот режим и как в нем поведут себя сбережения – предмет отдельного анализа, но избыток сбережений в развивающихся странах точно не исчезнет мгновенно.

На стороне спроса ситуация пока менее определенная. Отличия от периода 2005–2008 гг. огромные: страны ОЭСР еще не прошли «кризисную яму», мировой инвестиционный спрос переживает перестройку, характерную для системных экономических кризисов. Промышленное производство в странах ОЭСР выйдет на докризисный уровень середины 2008 г. только к концу 2012 – началу 2013 гг. – это означает потерю более четырех лет развития. Долговые проблемы европейских стран остаются серьезным риском для финансовой системы. Использование заимствований происходит преимущественно на поддержание государственных финансов, а не на инвестиционные проекты, что затрудняет послекризисное восстановление.

Специфична ситуация в США, где кризис сильнее затронул банковскую систему и активы домохозяйств. Из-за сокращения потребления домохозяйств (жилье и товары длительного пользования) норма сбережения семей вернулась с невероятно низкой отметки 3% ВВП к уровню 1990-х годов в 6% ВВП. Это означает, что у американского правительства появилась возможность покрывать значительно большую долю своего дефицита за счет внутренних источников сбережений при сравнительно низкой стоимости обслуживания.

Некоторое перераспределение финансирования долговой нагрузки в США с внешних источников сбережений на внутренние можно видеть ниже (Рисунок 5). Отрицательное сальдо платежного баланса сократилось с докризисного уровня 6% до 3% ВВП, что сопровождалось увеличением дефицита государственного бюджета с 1–2 до 9% и могло бы при прежнем уровне внутренних сбережений привести к огромному импорту капитала и росту его стоимости.

Рисунок 5: Сальдо счета текущих операций, сбережения домохозяйств и НКО, государства и коммерческого сектора в США, I кв. 2006 – III кв. 2011 г. в годовом измерении



Источники: BEA, Federal Reserve, расчеты авторов.

Экономика мира все еще находится в фазе послекризисного восстановления, и наблюдается сочетание знакомых тенденций во влиянии эффектов кризиса на инвестиции и сбережения. Медленно складывается сложная картина нового подъема. Угроза возврата к ситуации, когда сбережения Китая и нескольких стран-нефтеэкспортеров будут питать мировую финансовую систему, направляя в нее избыточные внутренние сбережения, вполне серьезная. Кризис еще не создал новую систему финансирования развития, роста инвестиций в странах с низким душевым ВВП или потребностями в модернизации. Пока удалось только профинансировать дефициты и рискованные долги на фоне сокращения капиталовложений в ОЭСР. При этом чуть ли не ключевым (в полном соответствии с концепцией GSG) становится вопрос о стоимости обслуживания американских дефицитов. Если в докризисном мире GSG привел к снижению мировых процентных ставок и стоимости ресурсов для покрытия дефицитов, то как отразится будущий рост ставок на посткризисной динамике развитых стран при значительно возросших дефицитах? Представляется, что поддержание высокой нормы сбережения в США станет одним из важнейших условий «гладкого» выхода мировой экономики из кризиса 2008–2009 гг. Разница в темпах роста и характере финансирования развитых и развивающихся стран, Китая и США останется в центре проблем следующего стационарного режима или во всяком случае в его начале, то есть в ближайшие три–пять лет.

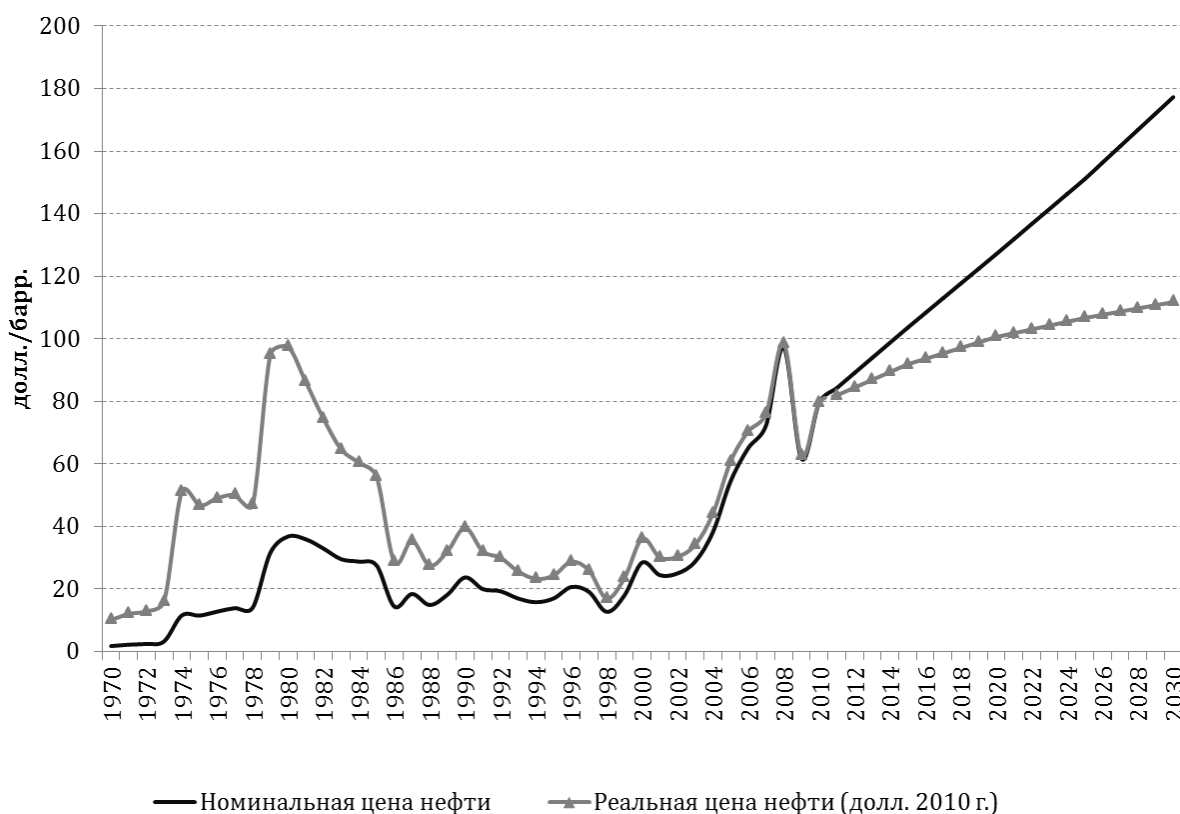
Цены на нефть: пока в мире идет восстановление...

Нефтяные цены: теория или заговор

Опыт показывает, что нет «вечных» моделей ценообразования нефти – закономерности движения складываются в определенных условиях, в зависимости от ряда макропараметров, рисков, отражают интересы основных участников рынка в каждый конкретный момент. Это, конечно, разочарует всех убежденных сторонников совершенно надежных математических и финансовых моделей, как и сторонников простых сговоров и заговоров. Жизнь еще сложнее и отражает множество взаимосвязей.

Весной 2011 г. цены на нефть штурмовали новые рубежи – 120 долларов за баррель – и даже преодолевали их. Впрочем, эти отметки однажды уже были пройдены: не далее чем три года тому назад, как раз перед кризисным крахом нефтяного рынка. Тогда, как и сейчас, отдельные специалисты предсказывали взлёт цен до 200 долларов за баррель и, что ещё более важно, последующее сохранение цен на данном уровне. Объяснялось это фундаментальными факторами: наличием объективных ограничений по предложению нефти и увеличением спроса со стороны развивающихся стран под влиянием не только быстрого экономического роста, но и наличия государственного субсидирования потребления топлива.

Рисунок 6: Номинальные и реальные цены на нефть, 1970 – 2030 (2010 – 2030 – прогноз МЭА)



Источники: BP, прогноз МЭА (World Energy Outlook 2010)

Доводы «ценовых оптимистов», ожидавших цены 200-300 долларов за баррель, представлялись обоснованными до осени 2008 г. Обвал цен осенью 2008 г. не только поставил под сомнение реальные масштабы, значимость и направление действия фундаментальных факторов – спроса и предложения, но и вызвал изрядный скепсис в отношении возможностей адекватного анализа нефтяных рынков. Идет активное развитие газетно-журнальных теорий нефтяного рынка, причем одновременно в две противоположные стороны: переоценки политических факторов и переоценки роли финансовых рынков. Но для получения реалистичной, сбалансированной картины развития нефтяных рынков необходимо учитывать текущие уровни спроса и предложения, условия инвестирования в будущую добычу и интересы компаний, ограничения доступа, правовые режимы, налоги, политические ограничения и консенсусы.

Обрушение рынка осенью 2008 года отражало вполне понятную фазу острого кризиса. ОПЕК стабилизировала рынок простым картельным методом – радикальным сокращением предложения. Паника оказалась недолгой: уже к середине 2009 г. ситуация стабилизировалась, цены вернулись к уровням 2006 – 2007 гг., т. е. к 70-90 долларам за баррель. Продержавшись на этих отметках около полутора лет, они вновь устремились вверх зимой 2011 г. и вышли в иной режим.

Означает ли новый виток цен неизбежность последующего краха в ближайшем будущем, или в этот раз восторжествуют прогнозы «быков»? В обозримой перспективе следует ожидать устойчивого повышения цен, или же цены следуют траектории случайного блуждания, всецело зависят от сиюминутных настроений спекулянтов и не поддаются прогнозированию не только в краткосрочной, но и в долгосрочной перспективе? Ответ на этот вопрос является задачей номер один для аналитиков нефтяного рынка.

От пика к кризису (2007 – 2009)

В 2007-2008 гг., в период бурного роста цен, был широко распространен тезис о нехватке предложения углеводородов. Страны ОПЕК работали близко к пределу своих мощностей (загрузка составляла более 95%). Возможности других стран по наращиванию предложения были также ограничены рядом факторов, в первую очередь, высокими издержками разработки неконвенциональной нефти (включая нефтеносные пески, «тяжёлую нефть», нефть глубоководного шельфа), которую пришлось вовлекать в эксплуатацию в 2000-х гг. Одновременно наблюдался активный рост спроса со стороны развивающихся стран, прежде всего Китая. В 2007 г. в мире наблюдался существенный дефицит нефти (Таблица 3). Это давало основания ожидать устойчивого повышательного тренда вплоть до кризиса 2008 г.

В 2008 г. появились первые рискованные сигналы: объём автомобильных поездок в США существенно снизился. В течение года показатели были ниже прошлогодних, особенно сильно опустившись летом (на 3-4%). Сработал рынок, и высокие цены повлияли на величину спроса. Как показали последующие оценки, именно в середине 2008 г. на нефтяном рынке сформировался избыток. Появилась фундаментальная основа для ценовой корректировки, но этот скачок произошёл весьма болезненно: появившийся избыток усугубился начавшимся повсеместным спадом экономической активности.

Таблица 3: Спрос и предложение на мировом рынке нефти, 2007 - 2010

	2007	2008	2009	2010
Спрос (потребление)				
Мир - всего	87,1	86,5	85,5	88,3
ОЭСР без США	28,6	28,1	26,8	27,0
США	20,7	19,5	18,8	19,2
Страны вне ОЭСР без Китая	30,2	31,2	31,8	33,0
Китай	7,6	7,7	8,1	9,1
Предложение (добыча)				
Мир - всего	85,6	86,8	85,6	87,4
ОПЕК	35,5	37,2	34,1	34,8
ОЭСР	19,5	18,8	18,8	18,9
Страны вне ОПЕК и ОЭСР	30,6	30,8	32,7	33,7

Источник: МЭА

Резкие колебания цен при небольших изменениях объёмов – это одна из черт современного нефтяного рынка. К примеру, на мировом рынке автомобилей, в общем, все наоборот: сокращение продаж в кризис составило 15-20% в 2009 г. по сравнению с 2007 г. А на рынке нефти снижение потребления в годовом выражении составляло лишь 3-4% даже в период данного острого кризиса. Но цены при этом менялись в два-три раза в течение нескольких месяцев.

С точки зрения экономики никакой загадки в этом нет, и дело далеко не только в нервозности инвесторов на сырьевых рынках. Автомобили для значительной части населения мира всё же остаются «товаром роскоши», от обновления которого просто отказаться или отложить покупку. Бензин или дизельное топливо для автомобилистов к таким товарам отнести сложно: если человек уже купил автомобиль, то удорожание бензина едва ли заставит его отказаться от привычного маршрута. В этой связи спрос на топливо низкоэластичен. Но к концу 2000-х гг. низкоэластичным оказалось и предложение: даже небольшое наращивание добычи требовало значительных издержек, как денежных, так и временных.

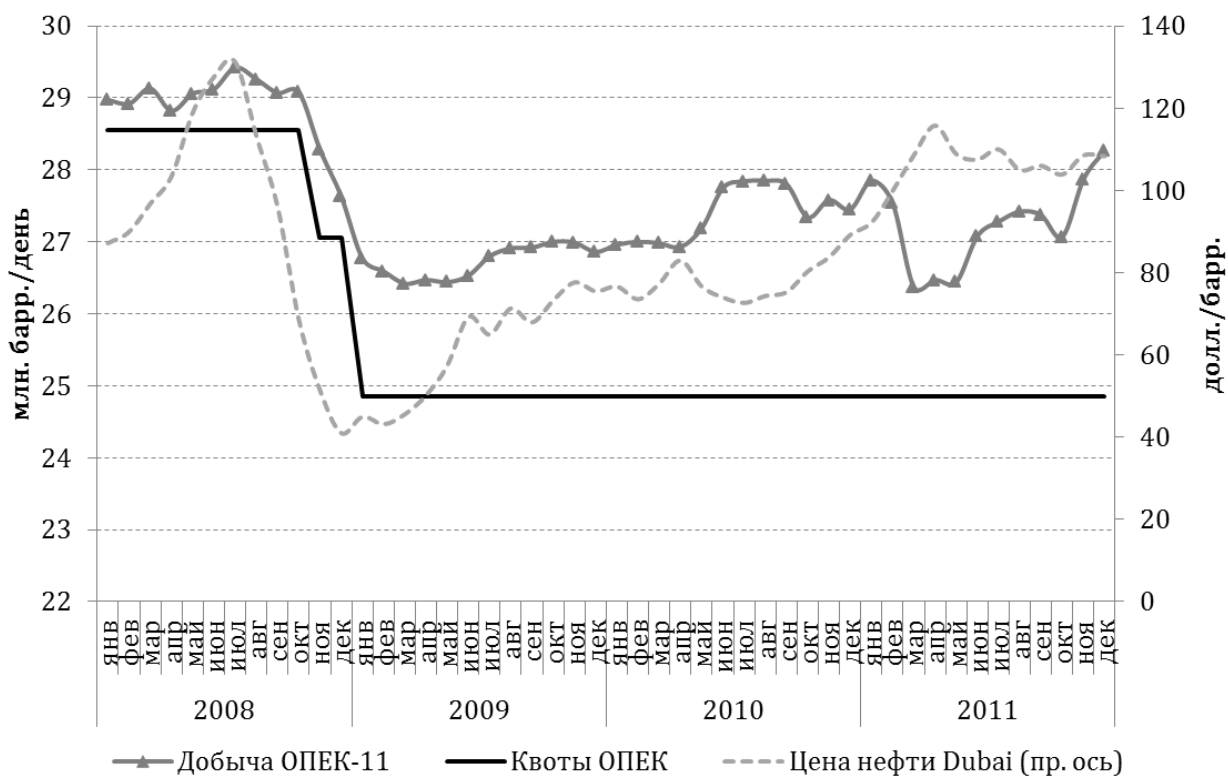
При таких характеристиках спроса и предложения резкие колебания цен в 2008 – 2009 гг. вполне объяснимы. Кто-то приписывает их также наличию спекуляций, и именно на снижение их влияния были направлены усилия профильных регуляторов. Вместе с тем портфельные инвесторы зачастую ориентируются на сигналы, идущие с физического рынка.

Поэтому они не в силах сформировать тренд самостоятельно, хотя и могут его усилить, расширив амплитуду колебаний.

Колебаниям способствовали процессы перестройки нефтяного рынка: в 2000-е гг. на нём появилась новая мощная группа покупателей, представляющих развивающиеся страны. Их характеристики несколько отличались от покупателей, доминировавших ранее, при этом они не взаимодействовали с другими импортёрами (к примеру, через МЭА), но составляли им активную конкуренцию. Это повышало рыночную власть производителей нефти. Что же касается экспортёров, то данные перемены вкупе с благоприятными ценовыми прогнозами могли заставить их утратить бдительность. Впрочем, эффективная уравнивающая реакция с их стороны последовала достаточно быстро.

Относительно небольшое снижение спроса могло в таких условиях привести к ценовому коллапсу. Но небольшое снижение предложения могло восстановить конъюнктуру, что и произошло. Сокращение добычи ОПЕК, которое было заявлено в объёме свыше 4 млн. барр./день, а фактически проведено в объёме около 3 млн. барр./день, сыграло здесь ключевую роль, а другие страны-нефтеэкспортёры получили положительный внешний эффект, заполняя свободные лакуны спроса.

Рисунок 7: Добыча, квоты ОПЕК и цены на нефть, 2008-2011



Источник: Министерство энергетики США, МЭА, оценки авторов

Хорошо видно (Рисунок 7), как в период острого снижения спроса на нефть страны ОПЕК срезали предложение и выправили баланс на рынке в интересах своих

государственных бюджетов и национальных компаний, но в известной мере и в интересах многих других игроков. Так что особых жалоб со стороны энергетических компаний других стран или потребителей не последовало.

Опыт глобального кризиса 2008-2009 гг. вновь продемонстрировал высокую степень погрешности краткосрочного прогнозирования цен на нефть в условиях нестабильной внешней среды. В начале осени 2008 г. практически все ведущие эксперты, в том числе МВФ, прогнозировали сохранение цены на нефть на уровне 100 долл./баррель в 2009 г., но в реальности она составила около 60 долл./баррель. В том периоде действовал мощнейший фактор кризиса, который не прогнозируется внутри нефтяного рынка, а приходит извне. Это как раз и является напоминанием, что нельзя решать задачу о нефтяных ценах лишь в рамках нефтяных рынков.

Баланс интересов – от кризиса к восстановлению (2009-2010)

В середине 2009 г. мы дали прогноз в «Нефти России» (см. [16]). Мы указывали на наличие «равновесного» диапазона цен на нефть: от 60 до 80 долл./барр. За месяц до написания той статьи цены в процессе подъёма перешагнули отметку 60 долл./барр. И действительно, цены продержались в указанном диапазоне целый год с момента публикации – до сентября 2010 г. (хотя и тяготели к верхней границе, так что стоило говорить, скорее, о диапазоне 70-90 долл./барр.). В этом диапазоне цены простояли два года (2009-2010 гг.), совершая (для спекулянтов и прессы) колебания внутри коридора 70-90 долларов за баррель. Это указывает на существование баланса спроса и предложения, устойчивость данного режима и некоего условного консенсуса интересов вовлеченных в эту историю игроков.

Наша оценка послекризисного состояния нефтяного рынка в 2009 году базировалась на том, что стороны рынка (производители и потребители) извлекают уроки из сложившейся ситуации. То есть они могут сформировать правила, обеспечивающие баланс их интересов не только с точки зрения равенства спроса и предложения, но и в других, менее очевидных аспектах.

Всякий рынок действует по определённым правилам и, как гласит, институциональная теория, эти правила – институты – имеют существенное значение. При различных «правилах игры» результаты рыночного взаимодействия с точки зрения как собственно равновесных цен и объёмов, так и с точки зрения их волатильности будут различными.

Анализ «игроков» (точнее, влиятельных групп специальных интересов) на физическом рынке нефти и их интересов заслуживает отдельной статьи. В наиболее

обобщённом варианте сторону предложения представляют правительства и нефтяные компании стран-экспортёров, а также международные нефтяные компании, сторону спроса – правительства стран-импортёров и отдельные крупные потребители.

Интересы правительств стран-нефтеэкспортёров развивающегося мира (особенно ОПЕК) и подконтрольных им нефтяных компаний состоят, прежде всего, в том, чтобы обеспечить финансирование государственных расходов. При моноэкспорте критически важными становятся не низкие производственные издержки добычи (они остаются самыми низкими в мире), а «издержки бюрократии» или «издержки страны». С середины 70-ых годов дорогая нефть привела к созданию огромной государственной машины в нефтяных странах, высоким расходам на госаппарат, армию, безопасность и социальную сферу (особенно для титульных наций).

Таблица 4: Государственные расходы и экспорт нефти в отдельных странах ОПЕК, 2010

	Государственные расходы, млрд. долл.	Экспорт нефти и нефтепродуктов, млн. барр.	Долл. госрасходов на один баррель экспорта нефти
Саудовская Аравия	181,1	2772,2	65,3
Иран	95,4	955,9	99,8
Нигерия	70,8	902,3	78,4
ОАЭ	75,7	836,2	90,5
Венесуэла	108,0	843,9	128,0

Источник: МВФ, ОПЕК

Так что при рассмотрении нижней «государственной границы» цены нефти для стран ОПЕК надо смотреть на таблицу 2 – в ней представлен «национальный интерес»²⁰. Фактически в число издержек национальных нефтяных компаний должны включаться не только издержки, связанные с добычей и иными типичными для компании процессами, но и издержки, изымаемые как налоги разного рода, направленные на поддержку существования данного государства: социальные, оборонные и иные расходы бюджета. В последней колонке таблицы 2 рассчитана «виртуальная» цена нефти, необходимая для финансирования госрасходов в случае, если госбюджет пополняется исключительно за счёт продажи «чёрного золота». Эти числа дают ценовой ориентир допустимой или желательной нижней границы для продавцов в среднесрочном плане. Кроме того, необходимы средства для развития непосредственно ТЭК страны.

Международным нефтяным компаниям также необходимы средства не только на покрытие текущих расходов, но и на реализацию всё более дорогих инвестпроектов. К примеру, недавно начался совместный проект Chevron и Саудовской Аравии по добыче тяжёлой нефти, который обещает быть прибыльным только при цене выше 60-70 долл./барр

²⁰Отчасти это верно и для РФ – наш Минфин, разумеется, предпочтет цену на нефть, которая закрывает дефицит федерального бюджета.

(см. [17]). Сбалансированность текущего спроса недостаточна для устойчивости нефтяного рынка – необходима уверенность в том, что замещение выбывающей нефти (снижение добычи на действующих месторождениях, прошедших пик добычи, за год составляет 5-6 млн. барр./день²¹) и обеспечение вложений под прирост добычи происходят и в условиях кризиса. Падение бурения в условиях кризиса могло быть глубже и продолжительнее, если бы цена рухнула до 40 долларов в 2008 г. и так простояла бы год-другой. Это было бы почти гарантией циклической нехватки предложения нефти через пять-семь лет позже с взлетом цены на текущем рынке за двести долларов и дальше.

Вместе с тем производители не заинтересованы и в таком увеличении цен, которое бы поставило под сомнение возможности потребителей и мировой рост. Также важно, чтобы цены не стимулировали чрезмерно активные изменения структуры энергетики. Так, саудовский принц Альвалид бен Талаль в интервью 29 мая 2011 г. заявил, что для Саудовской Аравии оптимален уровень цен 70-80 долл./барр., поскольку он не провоцирует США и ЕС на развитие альтернативных источников энергии (см. [18]).

Правительства стран-импортёров, безусловно, заинтересованы в умеренных ценах, и для них также существуют предельные уровни, в частности символические или психологические. К примеру, в США рост цен на бензин до 4 долл./галлон (второй раз) заставил Конгресс обсуждать ситуацию с руководителями компаний, а Барака Обаму – делать специальное заявление. Этот уровень цен на бензин был почти достигнут в мае, когда нефтяные цены были близки к 100 долл./барр.

Но низкие цены также затруднили бы положение импортёров, особенно в среднесрочном плане. В этой ситуации серьёзно затормозили бы программы по развитию возобновляемых энергоресурсов и энергетической эффективности, удлинняя период перехода к новым технологиям и усугубляя зависимость от поставок энергоресурсов в будущем. Эти программы важны не только как противодействие высоким ценам, но и с точки зрения долгосрочного устойчивого развития с учётом экологических факторов, а также с точки зрения снижения энергетической зависимости. Поскольку в прошлом были прецеденты эмбарго, существует постоянная тревога стран ОЭСР о своей энергетической безопасности. Как ни парадоксально, политике повышения энергетической безопасности содействуют умеренно высокие цены на нефть. Так что мы полагаем, эта сумма интересов и стала причиной тому, что действия ОПЕК по сокращению квот на рубеже 2008-2009 гг. не вызвали заметной критики и апелляций относительно «справедливости» цены, равной 30-40 долл./барр.

²¹Наиболее высокие темпы выбытия наблюдаются в странах ОЭСР, самые низкие – на Ближнем Востоке (World Energy Outlook 2009, P. 86; World Energy Outlook 2008, P. 221).

Итак, на данном временном отрезке – послекризисного восстановления – редким образом совпали инвестиционные интересы энергетических компаний и бюджетные интересы Минфинов стран экспортеров и министерств стран ОЭСР, борющихся за энергетическую независимость и снижение нефте- и энергоемкости своих экономик. И импортёры, и экспортёры сходятся в необходимости стабильных цен, обеспечивающих устойчивые поставки и полноценный инвестиционный процесс.

Пока идет восстановление (2011 - ...)

Быстрый рост цен на нефть зимой-весной 2011 г. стал поводом для прогнозирования подъёма цен на стабильно высокие уровни относительно предыдущих периодов. Устойчивость этих позиций вызывает сомнение: выход из кризиса не выглядит окончательным и бесповоротным, уровни запасов нефти и нефтепродуктов достаточно высоки, несмотря на выбытие ливийской нефти в ОПЕК остаются значительные резервы в добыче.

Июньский прогноз МВФ гласит, что среднегодовой уровень цен на нефть составит 106 долл./баррель (в среднем по 3 маркам) в 2011 г. Пока в среднем за 6 месяцев 2011 г. цена WTI составила 98 долл./баррель, Brent - 111 долл./баррель, и по состоянию на середину июля цены находились примерно на этих же уровнях, марка Brent – чуть выше. Цены на нефть в среднем уже превышают уровни 2008 г.: в тот период среднегодовая цена составляла 97 – 100 долл./баррель, с учётом спада в конце года.

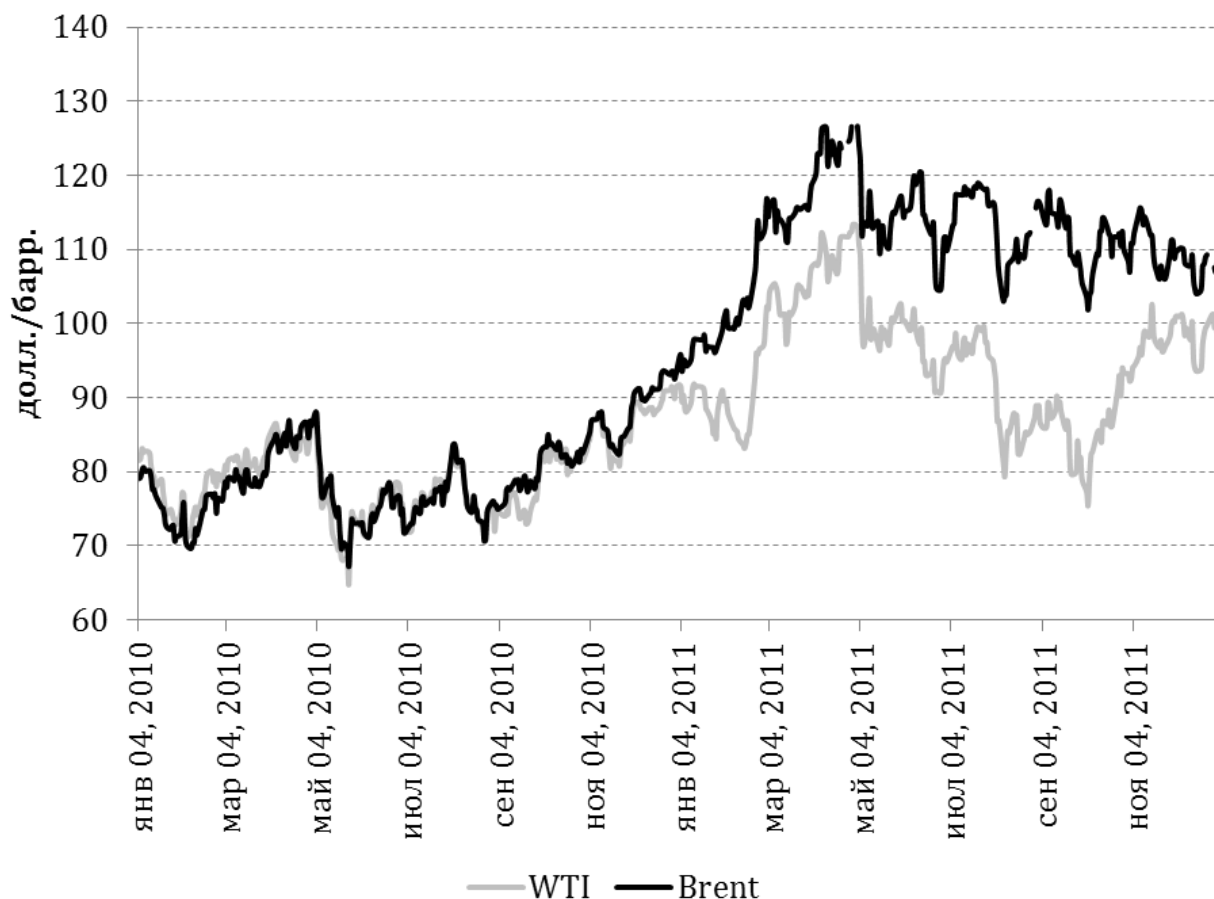
Скачок цен на нефть в начале 2011 гг. связан в значительной степени с единовременными факторами:

- политической нестабильностью в ряде стран Ближнего Востока;
- сохранением мягкой денежно-кредитной политики в крупнейших мировых экономиках.

В течение почти двух лет снижение добычи в ОПЕК позволяло удерживать коридор в 70-90 долл./баррель при относительно медленном подъеме. Это достаточно высокий уровень, чтобы удовлетворить бюджетные требования большинства стран-экспортёров нефти, хотя, вероятно, не всех. В то же время он не стал тормозом для восстановления мировой экономики и потребления нефти: даже развитые страны предположительно выйдут в фазу подъема в 2012 г. Остаются существенными экономические факторы и политические причины поддержки цен на нефть на уровне не ниже отметок 2010 г. (около 80 долл./баррель) и в 2011-2012 гг.

Можно ли говорить о том, что «равновесный коридор» сместился вверх? Для этого есть основания: во-первых, по итогам 2010 г. объём мирового спроса, по данным МЭА, превысил показатель предкризисного 2007 г. более чем на 1 млн. барр./день, и в 2011 г. ожидается примерно такой же прирост. Это ведёт к объективному повышению издержек. К тому же в течение последнего года, с лета 2010 г., обесценился и доллар: снижение его курса относительно евро составило более 10%.

Рисунок 8: Динамика цен на нефть WTI и Brent, январь 2010 г. – декабрь 2011 г.



Источник: Министерство энергетики США

В настоящее время на мировом нефтяном рынке достаточно высока неопределённость в связи с политическими факторами. События в Египте и Ливии нашли своё отражение в ценах, но перспектива распространения волнений на другие страны Ближнего Востока, равно как и неясность в отношении Ливии, повышают вероятность неожиданных колебаний. Так что Минфины стран ОПЕК выиграли дополнительные доходы от политической нестабильности, но рискуют будущими доходами: в случае, если эта нестабильность стимулирует программы реформирования энергосистем ОЭСР, что пока еще не слишком очевидно по срокам.

Рост цен выше уровня 100 долл./баррель было бы преждевременно рассматривать как устойчивый. Индикатором этого вновь стали автомобильные поездки американцев: весной

2011 г. они оказались на 1,5-2% ниже прошлогодних уровней, и это тревожный знак. Впрочем, под влиянием ряда факторов цены могут оставаться в 2011 – 2012 гг. на этом уровне.

В настоящее время можно выделить несколько ключевых факторов, определяющих прогнозируемую динамику цен на нефть. В совокупности они образуют тот «режим», который трансформируется, но держится уже два года и может с изменениями продержаться еще года полтора-два.

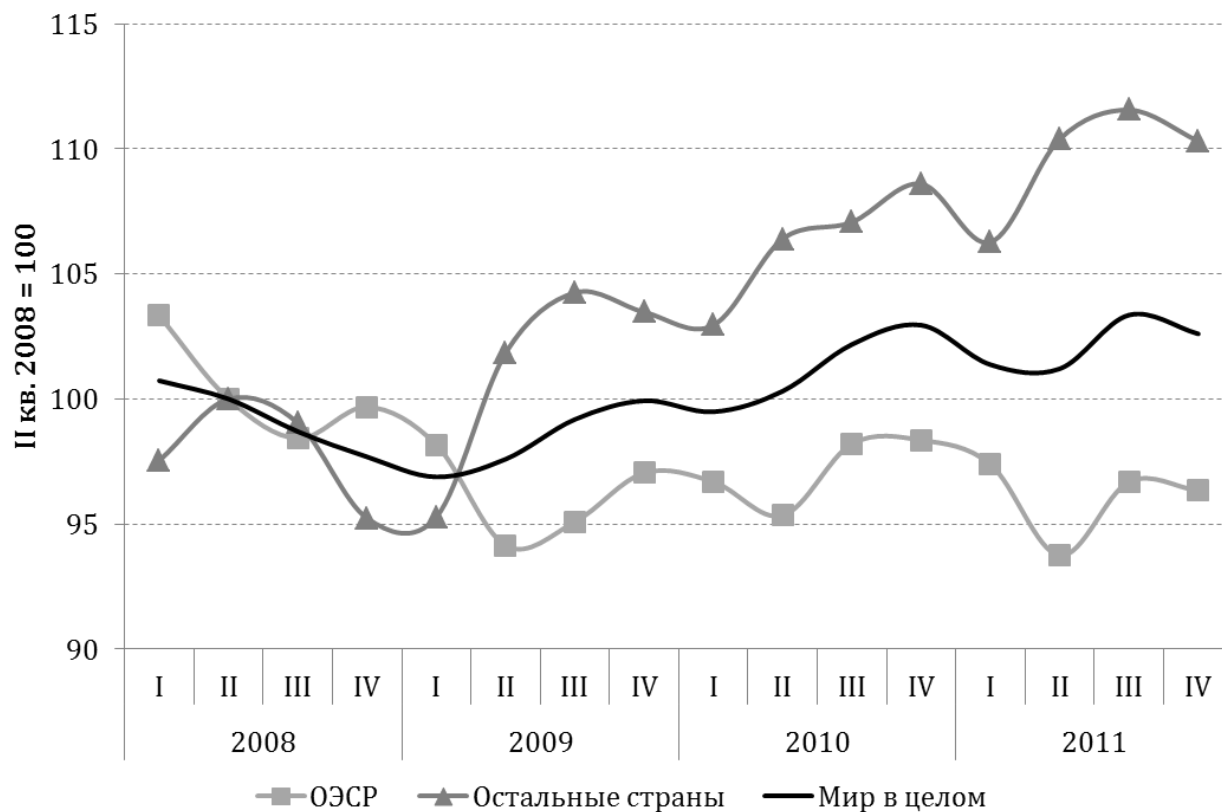
Глобальная макроэкономическая конъюнктура, прогнозы экономического роста

В середине июня 2011 г. МВФ обнародовал новые прогнозы экономического роста на ближайшие годы. Изменения по сравнению с январскими прогнозами оказались минимальными: в новой версии глобальный рост должен составить 4,3% вместо 4,4% в 2011 г. и по-прежнему 4,5% в 2012 г. Прогноз ежегодного экономического роста развивающихся стран также остался почти неизменным: 6,6% и 6,4% в 2011 и 2012 гг. соответственно вместо ежегодных 6,5% в январском прогнозе. Ожидания МВФ относительно развитых стран на 2011 г. несколько сократились: 2,2% вместо 2,5% (сыграло роль землетрясение в Японии), зато прогноз на 2012 г. возрос с 2,5% до 2,6%.

И развитые, и развивающиеся страны в целом преодолели кризисный спад, хотя промышленное производство в США, ЕС, Японии после аварии еще не вышло на предкризисный уровень первой половины 2008 г. Безработица в развитых странах до сих пор значительно превышает предкризисные уровни. Сохраняется и ряд макроэкономических рисков. В их числе высокая долговая нагрузка на ряд государств, в частности в Евросоюзе.

Но мировое потребление нефти по итогам 2010 г. даже превысило предкризисный уровень. Дальнейшие темпы экономического роста, согласно прогнозам МВФ, будут несколько ниже показателей середины 2000-х гг., но достаточно значительными, чтобы обеспечить рост мирового спроса на нефть, прежде всего со стороны развивающихся стран. Этот фактор предотвращает резкий и длительный спад цен на нефть ниже уровня 80 долл./баррель. Сохраняется видимый запас свободных мощностей по добыче, идут инвестиции в разработку. Но резкий рывок спроса за год-два может создать напряжение на рынках.

Рисунок 9: Потребление нефти в мире, 2008 - 2011



Источник: Министерство энергетики США

Фактический и прогнозируемый избыток/дефицит на мировом рынке нефти, уровень запасов, наличие свободных мощностей.

Согласно данным Министерства энергетики США, коммерческие запасы нефти и нефтепродуктов в странах ОЭСР и, в частности, в США в течение первого полугодия 2011 г. находились на высоких по историческим меркам уровнях: 55-60 дней потребления. Эти уровни сохраняются с начала 2009 г., что свидетельствует об отсутствии значительного давления на мировой рынок со стороны развитых стран и снижает вероятность значительного дефицита нефти, способного вызвать ценовой всплеск, в этой группе стран.

Против возникновения значительного недостатка предложения работает и наличие большого объёма свободных мощностей в странах ОПЕК. Эти мощности позволяют не слишком болезненно проходить «ливийский кризис». Вместе с тем в 2010 г. (особенно во втором полугодии), по данным ОПЕК, МЭА и Министерства энергетики США, на рынке нефти уже наблюдался дефицит в пределах до 1 млн. баррелей/день. В случае если ОПЕК не повысит квоты, велика вероятность сохранения в течение 2011 – 2012 гг. этого дефицита. С учётом наличия больших запасов он не должен вызвать критический рост цен, но способен воспрепятствовать их снижению ниже 80 долл./баррель.

Запасы (правда, не коммерческие, а стратегические) действительно были использованы странами-членами МЭА в июле 2011 г., для того чтобы охладить

перегревающийся рынок: на рынок было выброшено 60 млн. барр. Эта акция, изначально заявленная как временная, возымела краткосрочный эффект: цены Brent и WTI понизились, но через несколько недель вернулись к прежним уровням и даже превысили их. Это оружие – изъятия из стратегических запасов – не может применяться регулярно, но на данном этапе коллективная акция продемонстрировала наличие собственных инструментов воздействия на рынок у импортёров.

Уровень бурения на нефть и газ вышел на предкризисный уровень, что указывает на достаточность текущего уровня цен для создания мощностей в добыче, нынешний рост цен усилит эту тенденцию к расширению мощностей.

Политические факторы, давление групп интересов.

В первом ряду политических факторов стоят интересы ОПЕК. В середине апреля генеральный секретарь Организации А. Эль-Бадри выразил озабоченность высоким уровнем цен на нефть, отметив наличие в установившихся на тот момент ценах (110 – 120 долл./баррель) премии за риск в размере 15-20 долл./баррель. Таким образом, он де-факто обозначил 100 долл./баррель как равновесную цену, хотя Саудовская Аравия соглашается публично и на уровень 70-80 долл./барр., причем именно из долгосрочных соображений. Если картель будет придерживаться заявленной политики стабилизации рынка, то можно ожидать некоторого ослабления квот в 2011 г. при сохранении высокого уровня цен. Но это будет зависеть во многом от отношений между странами-потребителями и ближневосточными государствами. В последние годы заметно снизился уровень риторики в развитых странах по поводу картельного характера ценообразования. Но и ОПЕК не может рисковать политическими обвинениями в торможении экономического роста на фазе выхода из тяжелейшего кризиса и долгосрочными последствиями.

В начале июня разногласия между членами картеля стали очевидны: впервые за многие годы ОПЕК не смог прийти к удовлетворяющему всех решению относительно квот: ряд арабских стран во главе с Саудовской Аравией (готовой, как уже говорилось, пойти на некоторое снижение цен) выступили за расширение квот, но им нашлась оппозиция в лице Венесуэлы, Ирана, Алжира, Ливии, Ирака, Анголы, Эквадора. Скачок цен ввиду конфликта в ОПЕК оказался крайне недолговечным, поскольку в ряде СМИ появилась информация о готовности Саудовской Аравии действовать в одностороннем порядке. Действительно, по итогам июня 2011 г. стало известно, что Саудовская Аравия увеличила добычу нефти на величину от 0,5 до 0,7 млн. барр./день. Но разрыв с другими членами картеля также невыгоден стране. Очевидно, в ближайшие месяцы ОПЕК придётся искать методы внутреннего урегулирования.

До сих пор остаётся под вопросом развитие событий в ряде ближневосточных государств, в т. ч. Ливии, Сирии, Йемене. Пока это служит фактором «премии за риск» в цене, особенно в цене нефти Brent. События показали неустойчивость многих режимов арабского мира.

Финансовые факторы и спекулятивная активность.

Согласно одному из последних исследований МЭА, роль финансовых спекуляций в волатильности цен на нефть в 2000-е гг. была преувеличена: высокий уровень волатильности цен показывали и сырьевые товары, по которым не ведутся торги на бирже. Вместе с тем интерес инвестиционных фондов к покупке нефтяных деривативов весной текущего года превосходил все рекорды, в том числе и показатели 2008 г. Это повышает риски резких колебаний цены с возможными «перелётами» через фундаментально обоснованные уровни.

Прогнозы последних месяцев на 2011-2012 гг. приближаются к существующему уровню цен на нефть – 100-110 долл./баррель. Действительно, существующее состояние фундаментальных, спекулятивных и политических факторов рынка не позволяет пока говорить о большой вероятности снижения цен существенно ниже отметки 100 долл./баррель в ближайшее время, если не произойдет нового драматического события, аварии или конфликта. Новый всплеск цен маловероятен в условиях значительных резервных мощностей ОПЕК и высокого уровня запасов, но при условии отсутствия новых внешних шоков. Апрельский прогноз Минэкономразвития в 105 долл./баррель на 2011 г. выглядит вполне компромиссным, он не предполагает резкого падения цен и бюджетного кризиса в РФ, не слишком вероятно и падение цен в 2012 г. Газетные прогнозы в 200 долл./баррель могут реализоваться только при сочетании целого ряда негативных факторов, скорее политического характера.

Российские интересы лежат больше не в конкретном значении цены на нефть, а в её предсказуемости в рамках более или менее стабильного коридора. Сдвиг коридора цен вверх от 80-100 к 100+ долл./барр. в условиях послекризисной адаптации мировой экономики был связан с политическими факторами. В среднесрочном плане ситуация сильно зависит от действенности существующего (видимо, скрытого) механизма координации интересов. ОПЕК при обсуждении очередного сохранения квот указывает на важность условий для восстановления мировой экономики, а МЭА апеллирует к производителям, чтобы они предприняли меры по снижению цен. Дисциплина в ОПЕК может стать фактором в развитии ситуации – Саудовская Аравия пытается сыграть к пользу стабилизации цен и поддержания долгосрочного спроса. Среднесрочные и долгосрочные последствия данного режима нефтяных рынков зависят от масштабов инвестирования в добычу нефти, от соотношения

скоростей выбытия мощностей «upstream» и прироста новых мощностей, а в более длительном горизонте – от эффективности политики снижения энергоемкости и нефтеемкости мировой экономики. Следующий режим будет складываться в течение года-двух после завершения восстановления мирового промышленного производства и сформирует важные параметры экономического подъема: от цен на нефть до спроса на энергоэффективное оборудование.

Мировая экономическая конъюнктура в начале 2012 г.

Мировые прогнозы: инерционный пессимизм

Для мировой экономики прошедший 2011 год с сугубо статистической точки зрения не был плохим. Темп прироста мирового ВВП, видимо, был близок к 4% – на это указывают доступные на начало февраля данные. Три четверти прироста ожидаемо обеспечили развивающиеся страны, суммарный ВВП которых вырос в 2011 г. более чем на 6%. Однако умеренно оптимистичные данные по развивающимся странам не могли изменить ухудшавшееся в течение года настроение экономистов и инвесторов. Осознание того, что послекризисное восстановление в развитых странах будет еще более долгим и тяжелым, приходило не быстро. Еще до начала замедления экономики во второй половине 2011 г. эксперты отмечали, что ошибки прогнозов сами по себе являются фактором замедления экономик развитых стран – негативная корректировка ожиданий не проходит безболезненно для реальных действий правительств, фирм и домохозяйств, и предсказывали волну негативных макроэкономических прогнозов до конца года. И эта волна пришла.

Таблица 5: Наиболее актуальные прогнозы прироста реального ВВП в 2012 г. для ряда ведущих экономик мира, % к 2011 г., и фактические значения за 2010 и 2011 гг.

	2010	2011 о (IMF)	2012					Средн.
			IMF	WB	EIU	CE	OECD	
Мир**	5,2	3,8	3,3	2,5	2,2	-	3,4	2,9
<i>Развитые страны</i>								
США	3,0	1,8	1,8	2,2	1,3	2,2	2,0	1,9
Япония	4,4	-0,9	1,7	1,9	1,9	1,9	2,0	1,9
Германия	3,6	3,0	0,3	-	-0,6	0,5	0,6	0,2
Великобритания	2,1	0,9	0,6	-	-0,4	0,5	0,5	0,3
Франция	1,4	1,6	0,2	-	-0,5	0,0	0,7	0,1
Италия	1,5	0,4	-2,2	-	-1,7	-1,3	-1,7	-1,7
Испания	-0,1	0,7	-1,7	-	-1,9	-0,4	0,3	-0,7
Канада	3,2	2,3	1,7	-	1,7	2,0	4,3	2,4
Австралия*	2,7	1,8	3,3	-	3,0	3,4	4,0	3,4
<i>Развивающиеся страны</i>								
Китай	10,4	9,2	8,2	8,4	8,1	8,4	8,5	8,3
Индия	9,9	7,4	7,0	6,5	6,3	7,0	7,2	6,8
Россия	4,0	4,1	3,3	3,5	3,0	3,5	4,1	3,5
Бразилия	7,5	2,9	3,0	3,4	3,3	2,2	3,2	3,0
Индонезия*	6,1	6,4	6,3	6,2	5,9	5,9	6,1	6,1
Южная Африка	2,9	3,1	2,5	3,1	2,3	2,8	3,6	2,9
<i>Мемо:</i>								
Еврозона	1,9	1,6	-0,5	-0,3	-1,1	-0,3	0,2	-0,4

Источник: IMF, World Bank, Datastream

Примечание: IMF – Международный Валютный Фонд, WB – Всемирный Банк, EIU – Economist Intelligence Unit, CE – Consensus Economics, OECD – Организация Экономического Сотрудничества и Развития

* – данные прогноза МВФ за сентябрь 2011 г., т.к. в обновлении прогноза МВФ от января 2012 г. обозначенных стран нет

** – методология расчета мирового ВВП для различных источников прогноза может не совпадать

Обновленные МВФ в конце января 2012 г. мировые прогнозы оказались еще более пессимистичными, чем его же мрачные сентябрьские прогнозы. Вместо 4%-ного прироста мировой экономики в 2012 г. МВФ теперь ожидает прирост на 3,3% (Таблица 5). На 0,7 п.п. были снижены прогнозы прироста экономик и развитых, и развивающихся стран – до 1,2% и 5,4% соответственно.

Эксперты МВФ ожидают снижения реального ВВП еврозоны на 0,5% в 2012 г. – пресловутая «вторая волна» приходит-таки в Европу. Еще четыре месяца назад речь шла о положительных темпах роста свыше 1%. Более чем на 1 п.п. были снижены прогнозы по росту в Германии и Франции, а для потенциальных «центров» второй волны европейского кризиса, Италии и Испании, прогнозы на ближайший год были снижены более чем на 2,5 п.п. По мнению МВФ, рецессия в обеих странах продлится и в 2013 г. За два ближайших года реальный ВВП Италии может сократиться на 3%, Испании – на 2%. Для обеих стран это примерно половина того снижения, которое они испытали во время первой волны кризиса. К концу 2013 г., таким образом, итальянская экономика будет в реальном выражении на 7,5% меньше, нежели в 2007 г., испанская – на 4,5%. Впору говорить, с учетом времени, которое потребуется для восстановления до предкризисных уровней, о «потерянном десятилетии» для Южной Европы. Следует сразу отметить, что рецессия в 2012 г. в Еврозоне означает и продолжение бюджетного кризиса в наиболее проблемных странах монетарного союза как минимум в 2012 и 2013 гг.

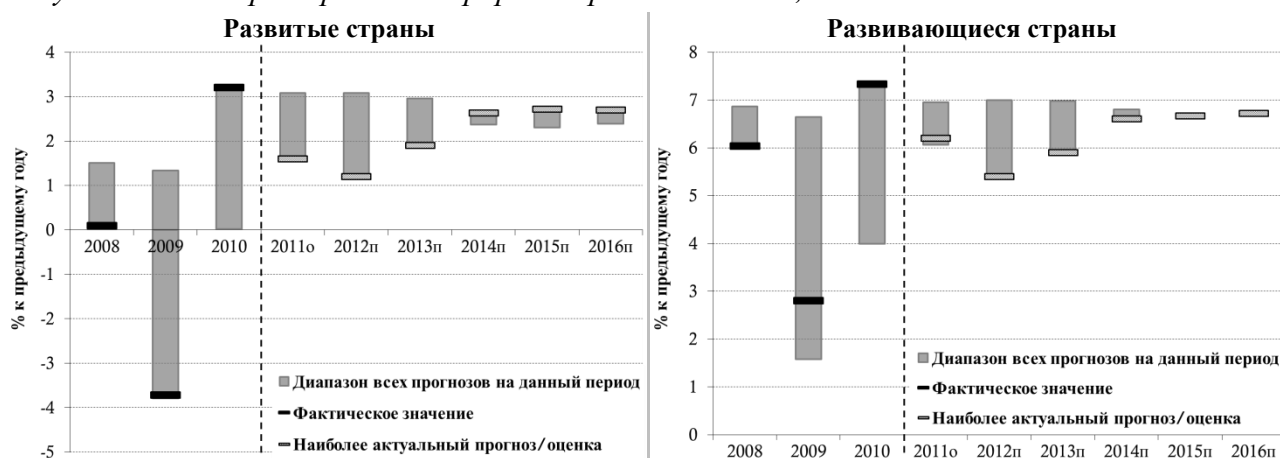
Влияние кризиса в еврозоне на прочие развитые и развивающиеся страны – один из наиболее актуальных в настоящий момент макроэкономических сюжетов. МВФ понизил прогноз прироста китайской экономики на 0,8 п.п. до 8,2% в 2012 г. не в последнюю очередь вследствие тесных торговых связей Китая и ЕС (товарный экспорт Китая в ЕС с 2009 г. превышает товарный экспорт Китая в США). На сопоставимую величину был снижен и прогноз прироста развивающихся экономик всего азиатского региона. Страны Латинской Америки, по мнению МВФ, более устойчивы к шокам из Европы – для них прогноз был снижен всего на 0,4 п.п. Прирост ВВП США в 2012 г. эксперты МВФ вообще пересматривать не стали. Эффекты от европейских проблем были компенсированы, как мы полагаем, улучшением ситуации в самих США с момента публикации прошлого прогноза. Но оценки МВФ предусматривают «передачу» кризиса только по торговым каналам (без сильных финансовых шоков в Европе), то есть при наиболее мягком из возможных сценариев дефолта в Греции.

Прогнозы МВФ на 2012 г. – далеко не самые пессимистичные из существующих. Так, например, EIU традиционно пытается «угадать» маловероятные события и прогнозирует рецессию не только в Южной Европе, но и в «ядре» еврозоны – Франции и Германии.

Великобритания, по мнению EIU, также испытает снижение реального ВВП в 2012 г. Прочие аналитические организации, хотя и близки по общим оценкам перспектив 2012 г. к МВФ, смотрят более пессимистично на отдельные крупные экономики. Всемирный Банк ожидает сильного замедления роста в Индии, Consensus Economics – в Бразилии.

При рассмотрении нынешних прогнозов не стоит забывать, что надежность прогнозов в кризисные периоды в принципе не высока. Как любая модельная экстраполяция исторических трендов в период высокой волатильности дает большую ошибку, так и экспертные корректировки прогнозов могут следовать за волной общего пессимизма. Ниже показано (Рисунок 10), как именно ошибался МВФ в прогнозировании приростов экономик развитых и развивающихся стран в последние годы. Рассмотрим развитые страны: за чрезмерным оптимизмом прогнозов на 2009 г. последовали на волне глубокого фактического спада в 2009 г. чересчур пессимистичные оценки роста в 2010 г. Послекризисное восстановление в 2010 г. было, напротив, неожиданно активным, что привело к сильному завышению прогнозов на 2011 г. – их корректировку мы и наблюдаем в последние полгода. Вторичные эффекты кризиса подорвали восстановление в Европе и теперь МВФ снова полон пессимизма в отношении перспектив 2012 г.

Рисунок 10: История прогнозов прироста реального ВВП, данных МВФ



Источник: МВФ, Евростат, национальные статистические ведомства, расчеты РЭА

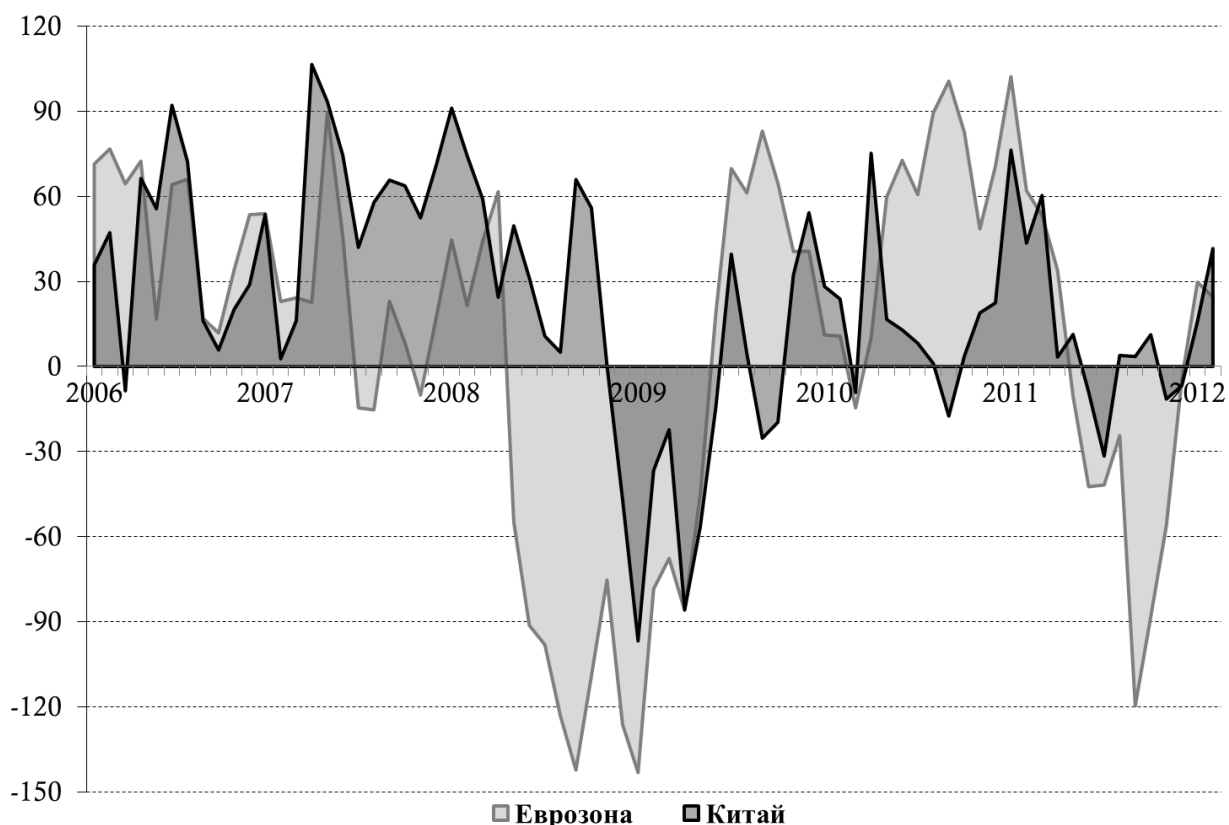
Примечание: обработаны десять мировых прогнозов, публиковавшихся два раза в год (2007-2011 г.); данные последнего полного прогноза за сентябрь 2011 г. были обновлены в соответствии с изменениями, внесенными МВФ в январе 2012 г.

Инерционность прогнозов заметна и при рассмотрении картины для развивающихся стран, и, что удивительно, в абсолютном выражении ошибки прогнозов для развитых и развивающихся стран сопоставимы (принято считать, что тенденции в последних прогнозируются гораздо хуже). Ошибки прогнозов МВФ, неизбежные для нестабильного посткризисного периода, лишней раз демонстрируют важность собственного оперативного странового анализа при разработке стратегических планов или выработке антициклических

мер политики. Цена «неправильного диагноза» очень высока – пример Европы это наглядно демонстрирует.

Формирование чрезмерно завышенных или заниженных ожиданий легко отследить и при рассмотрении более «коротких» прогнозов. Ниже (Рисунок 11) приведена динамика «индекса неожиданности» публикуемых данных для Европы и Китая. Индекс рассчитывается по высокочастотным, в сравнении с данными национальных счетов, показателям (инфляция, безработица, промпроизводство, показатели жилищного рынка и прочие). На графике хорошо видна уже отмеченная выше закономерность: чрезмерный оптимизм 2010 и начала 2011 гг. в отношении европейской экономики сменился глубоким, сопоставимым с периодом первой волны кризиса, пессимизмом (хотя фактическое замедление экономики не сопоставимо для первой и второй волны кризиса). В то же время «неожиданных» данных о китайской экономике в кризис было существенно меньше.

Рисунок 11: Динамика Citigroup Economic Surprise Index (CESI), фев. 2006 г. – фев. 2012 г., средн. за месяц



Источник: Datastream (данные сезонно сглажены)

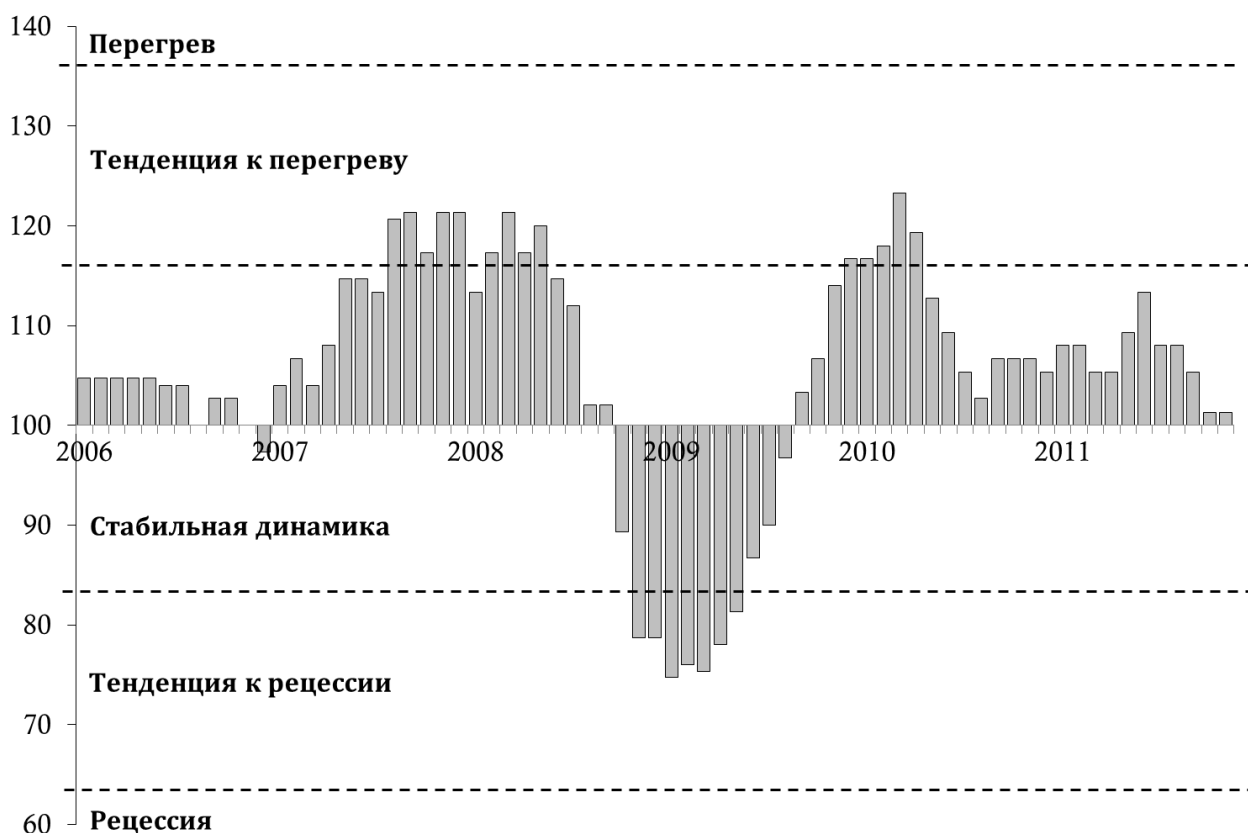
Примечание: Если CESI находится в положительной области, это значит, что опубликованные за прошедшую неделю экономические данные для анализируемого региона в целом оказались лучше консенсус-прогнозов; наоборот для отрицательной области.

Разочарование как следствие предварительного чрезмерного очарования – эта философская проблема для экономистов имеет вполне практическое значение. В рамках

современной теории деловых циклов существует отдельное направление, исследующее «шоки новостей» как причину волатильности макропоказателей (news driven business cycles или «циклы Пигу»). Современные количественные исследования показывают, что не глубокие кризисы вполне могут являться следствием ранее ошибочно сформированных ожиданий. Мы полагаем, что пришедшая в Европу «вторая волна» является кризисом подобной природы. А неверная макрополитика конца 2010 – начала 2011 гг., основываясь на тех же неверных ожиданиях, его усилила.

Опасность сформировавшихся к началу 2012 г. чрезвычайно пессимистичных ожиданий в отношении экономической динамики развитых стран мы видим именно в том, что они могут усугубить и без того тяжелое положение. Семьи продолжают, ориентируясь на пессимистичные прогнозы, не расходовать, а наращивать сбережения, что до предела сузит возможности потенциального монетарного стимулирования в развитых странах. Учитывая особенно негативное отношение политиков к наращиванию госрасходов в текущем кризисе (что необходимо для стерилизации избыточных сбережений), вторая волна рискует затянуться. Но так ли обоснованы инерционно-пессимистичные прогнозы на 2012 г.?

Рисунок 12: Индикатор фазы делового цикла в Китае (NBS Early Warning Index), янв. 2006 г. – ноя 2011 г.



Источник: Datastream

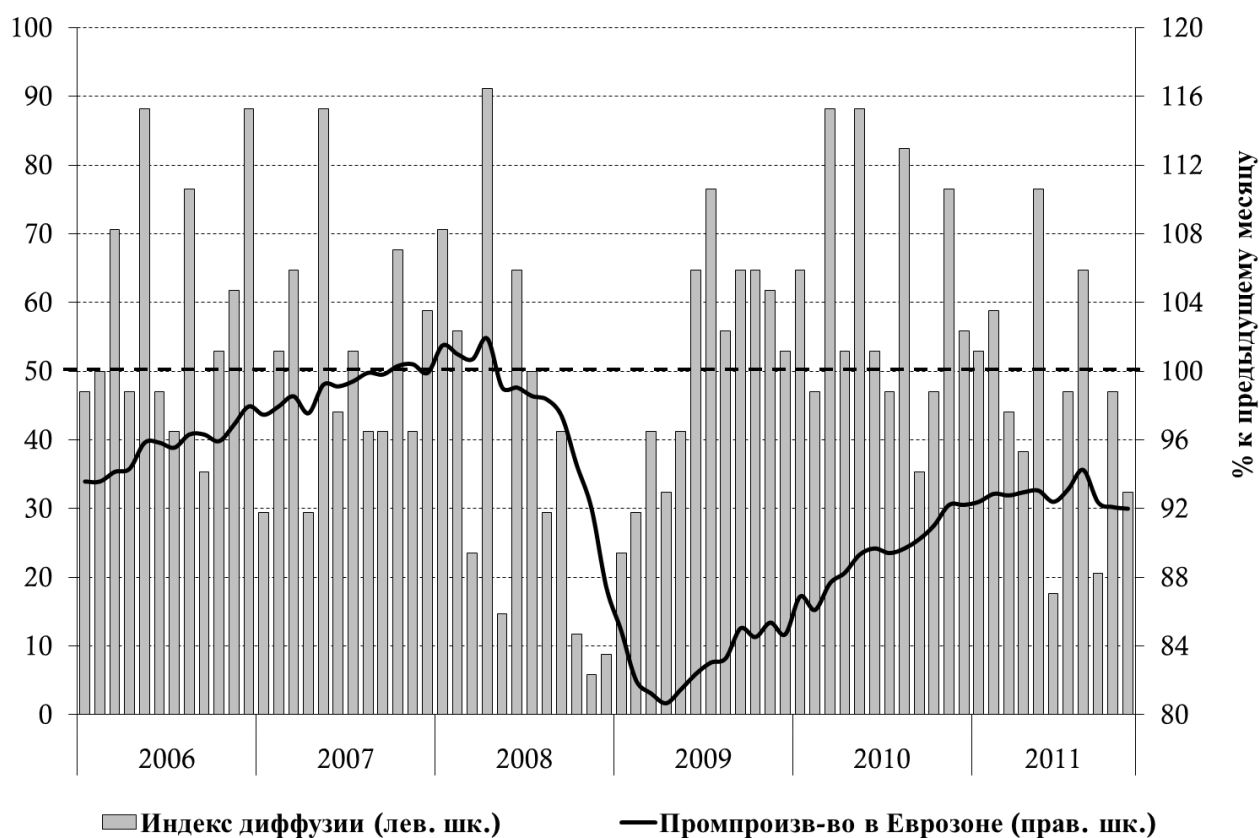
Мы разделяем пессимизм МВФ в отношении экономических перспектив Европы в ближайшие годы, как и веру в относительную устойчивость китайской экономики.

Китайские власти в последние годы преуспели на пути сглаживания макроэкономических колебаний. Тенденции к перегреву экономики (см. Рисунок 12), возникшие во второй половине 2010 г. вследствие избыточности стимулирующих мер в кризис, были встречены взвешенной сдерживающей монетарной политикой в 2011 г. Снижение внешнего спроса со стороны Европы не должно стать большой проблемой, так как китайский экспорт неплохо диверсифицирован. В то же время, мы видим реальные перспективы ускорения роста в США в ближайшие годы. Мы считаем, что МВФ чересчур пессимистично настроен в отношении экономики США, что позволяет нам чуть более оптимистично смотреть на перспективы мировой экономики в 2012 г.

Европа: неприятные для Брюсселя уроки макроэкономики

Повторная рецессия пришла в Европу – на это ясно указывают данные о промышленном производстве (Рисунок 13), это почти наверняка подтвердят и данные о динамике ВВП за четвертый квартал. Как и раньше, Германия с Францией могут «вытянуть» в положительную область общую цифру для Еврозоны и даже ЕС, но неотвратимости кризиса это не изменит. С начала осени промышленное производство падает в 8 и более странах монетарного союза ежемесячно.

Рисунок 13: Промышленное производство в Еврозоне и индекс его диффузии, янв. 2006 г. – ноя. 2011 г.

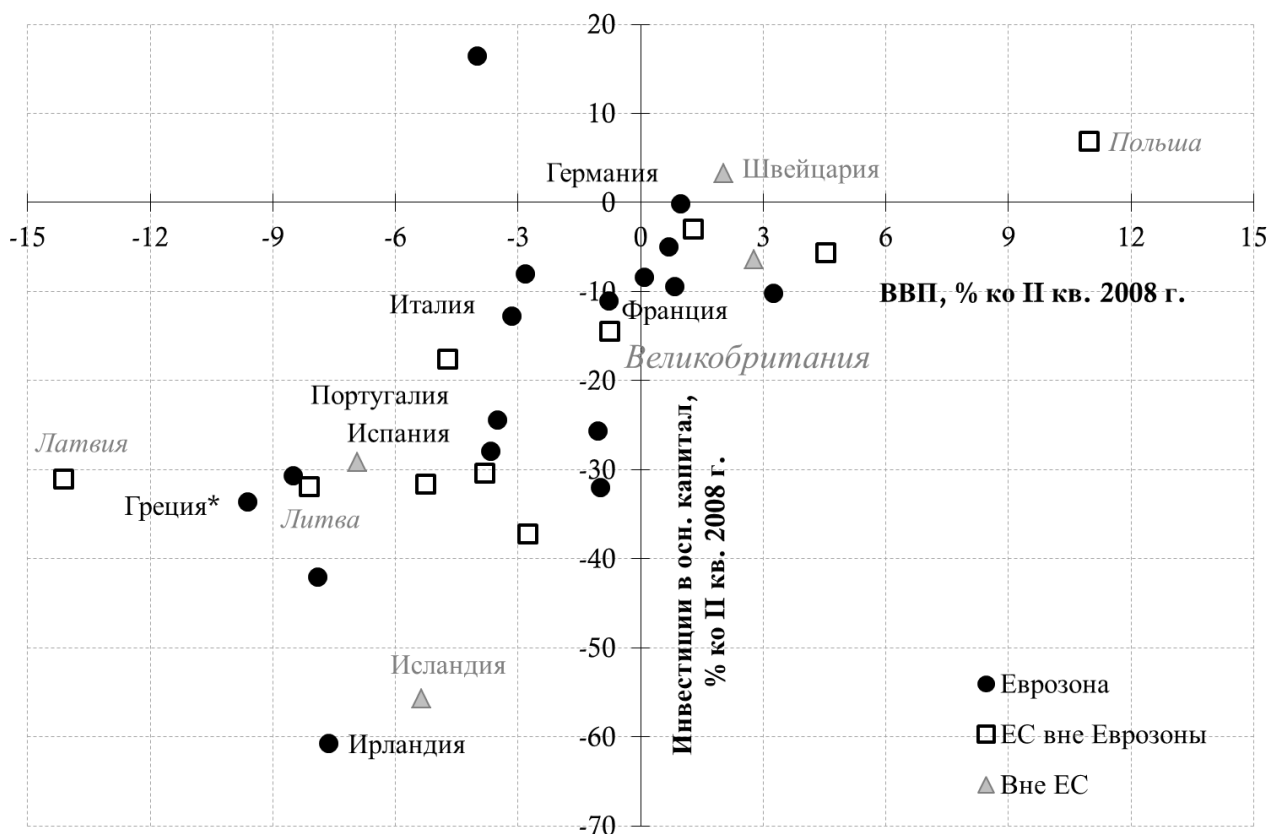


Источник: Евростат, расчеты РЭА

Учитывая множество ошибок в области макрополитики, допущенных в последние несколько лет европейскими властями (мы подробно описывали их в предыдущем выпуске «Квартального комментария»), пришедшую в Европу рецессию в пору называть «кризисом имени брюссельской и франкфуртской политики». Поразительно, что ЕЦБ даже после начала повторной рецессии продолжает держаться за инфляционные ориентиры – базовая инфляция не добирается и до 2%. С приходом на пост главы ЕЦБ Марио Драги ситуация изменилась в лучшую сторону, но Европе как воздух нужна масштабная программа количественного ослабления – другого выхода уже просто не осталось.

Специфика нынешнего европейского кризиса, конечно, состоит в том, что в «ядре» еврозоны: Германии и Франции, кризис вовсе не так тяжел, как в южной периферии: от Португалии до Греции. И дело не только и не столько в галопирующих долгах – это лишь следствие более глубоких проблем. Инвестиционная яма (см. Рисунок 14) в ряде стран Южной Европы достигла к концу 2011 г. такой глубины, что вернуться на стабильно высокие темпы роста даже в среднесрочном периоде им едва ли удастся.

Рисунок 14: Прирост ВВП и инвестиций в основной капитал: III кв. 2011 г. ко II кв. 2008 г., для стран Европы



Источник: Евростат, расчеты РЭА

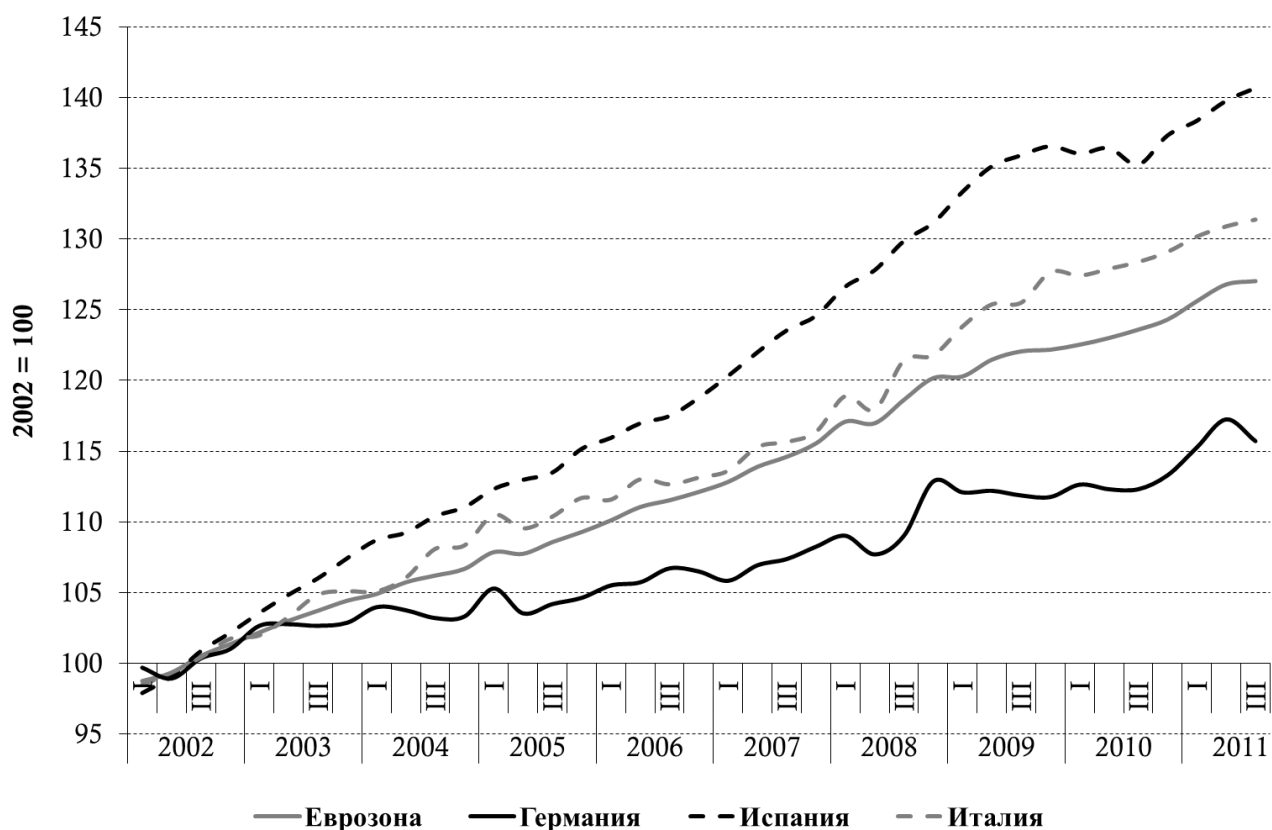
* – для Греции доступны официальные данные только за I кв. 2011 г.

Примечание: на графике 13 показаны страны ЕС, а также Исландия, Норвегия, Швейцария и Хорватия

В центре внимания экономистов всего мира Испания и Италия – третья и четвертая экономики Еврозоны. На рисунке выше хорошо видно, что для них даже снижение импорта не способно компенсировать падение инвестиций. За счет чего будут расти эти экономики? Частное потребление ожидается стагнирует, прирост чистого внешнего спроса меньше падения инвестиций – и тут, спасибо брюссельской дипломатии, возникает «фискальный компакт», который со следующего года ограничит и возможности наращивания госрасходов. Нет той экономики, в которой подобная политика при аналогичных тенденциях способна была бы противостоять кризисным эффектам. Пресловутое «доверие инвесторов» внятной политикой стимулирования роста вернуть на фоне рецессии, на наш взгляд, проще, нежели политикой сокращения госдолга, которая стимулированию роста противоречит. С этим уже согласны далеко не кейнсианского толка макроэкономисты по всему миру – с этим не согласен, похоже, только Брюссель и Берлин с Парижем.

Мы не раз отмечали, что ни Испания, ни Италия не относились к странам, фискальная дисциплина которых страдала в предкризисный период. Списывать на нее глубину кризиса в этих двух странах не верно в корне. Европа страдает от огромных внутренних финансово-торговых дисбалансов, накопленных в 2002 – 2007 гг. Так или иначе, но для преодоления кризиса эти дисбалансы надо сузить – пока шагов в этом направлении не сделано.

Рисунок 15: Динамика издержек на труд (индекс Евростата) в странах еврозоны, 2002 г. = 100



Источник: Евростат, расчеты РЭА

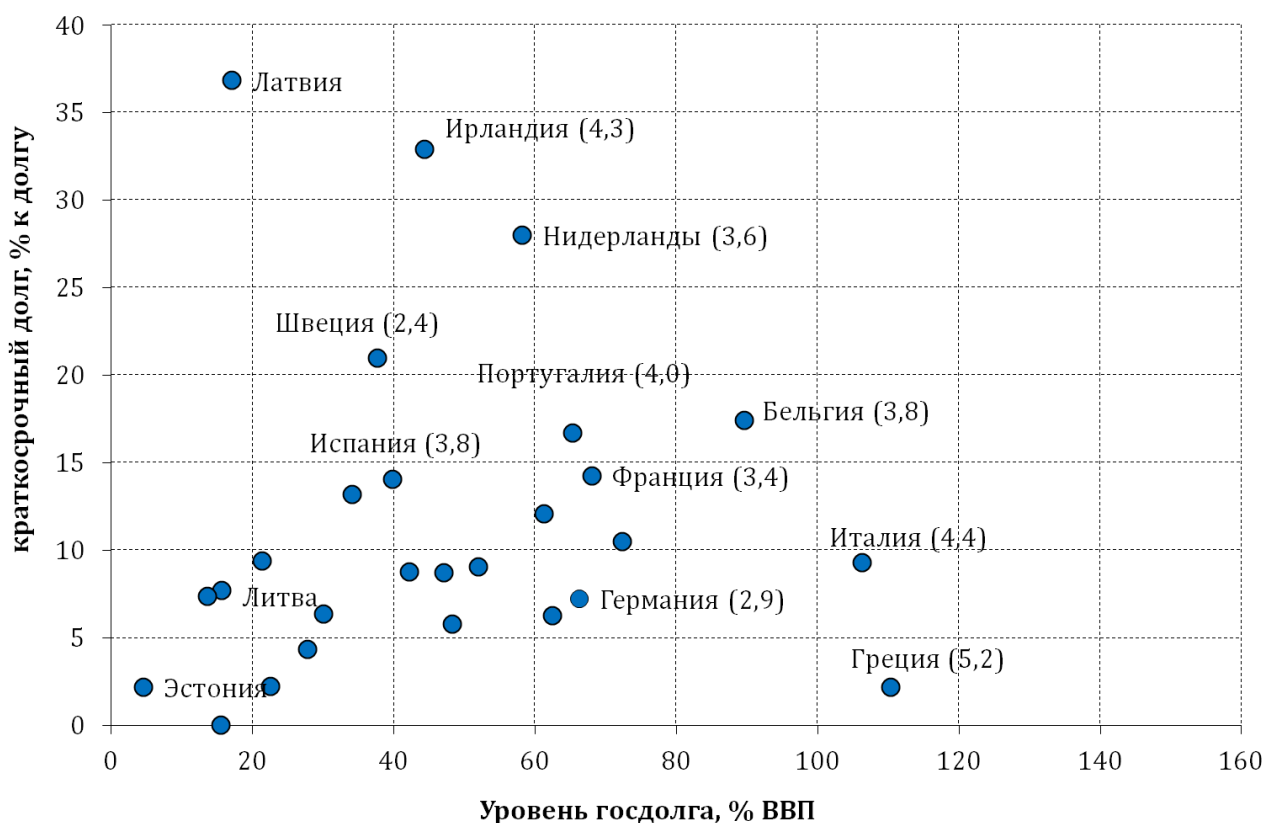
Цепочка накопления дисбалансов между «ядром» и «периферией» Европы была следующей. Приток капитала в страны Южной Европы с 2002 г. вызывал повышательное давление на реальный обменный курс. При фиксированном номинальном курсе это приводило к росту дефицита по текущему счету, ускорению инфляции и росту номинальных зарплат (Рисунок 15). То есть, пока Германия получала выгоды от роста конкурентоспособности относительно торговых партнеров из Южной Европы, в последних лишь перегревался внутренний спрос. Для возвращения европейской экономики в сбалансированное состояние цепочку надо «раскрутить» в обратную сторону – начинать надо со снижения номинальных зарплат в периферии. На Графике 16 хорошо видно, что это пока не получается. Но даже если предположить, что Испания и Италия преодолели сопротивление профсоюзов, политические трудности, протесты и забастовки и ступили на путь сокращения номинальных издержек на труд – тут-то им для стимулирования роста на фоне снижения частного потребительского спроса и потребуются хороший фискальный стимул в пару-тройку процентов ВВП. Запрещенный новыми европейскими правилами о «фискальном компакте». Занавес.

Долговые проблемы как ключевой фактор риска

Долговые проблемы в развитых странах – основной фактор нестабильности в мировой экономике в настоящее время – перешли в то состояние, когда движение по самоподдерживающейся долговой спирали невозможно остановить «малой кровью». Время для быстрого решения проблем было упущено, потери тех или иных неизвестных пока точно агентов обречены стать крупными. Мы оценили риски движения по долговой спирали для большинства развитых и ряда развивающихся стран, и количественные оценки не добавляют оптимизма.

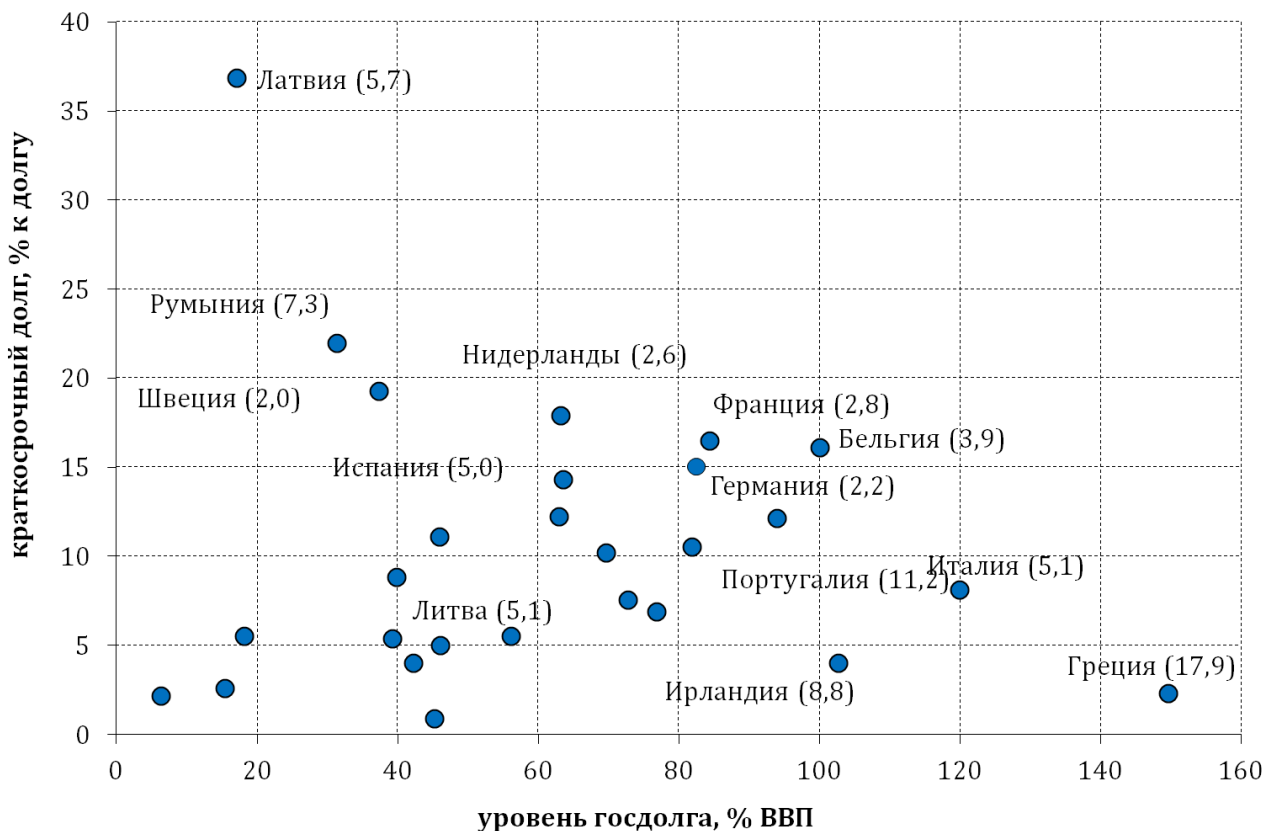
Долговая спираль в современном понимании тесно завязана на отношение инвесторов к суверенным долгам той или иной страны. Схематичная взаимосвязь процессов выглядит так. Страна сталкивается с шоком совокупного спроса и для его подавления резко увеличивает дискреционные расходы бюджета. При слабом или отсутствующем росте это приводит к быстрому росту уровня долга (отношения долга к ВВП). Высокий уровень долга со временем подрывает веру инвесторов в платежеспособность страны, что приводит к росту процентных ставок по суверенному долгу. Рост ставок приводит к удорожанию финансирования текущих дефицитов, что неизбежно приводит к утяжелению долгового бремени и дальнейшему росту уровня долга – вот оборот спирали.

Рисунок 16: Уровень совокупного и краткосрочного долга в странах ЕС, и ставки по 10-летним гособлигациям (в скобках), 1 кв. 2008 г.



Источник: МВФ, Евростат, национальные статистические ведомства, расчеты РЭА

Рисунок 17: Уровень совокупного и краткосрочного долга в странах ЕС, и ставки по 10-летним гособлигациям (в скобках), 1 кв. 2011 г.



Источник: МВФ, Евростат, национальные статистические ведомства, расчеты РЭА

Остановить движение по долговой спирали можно либо обеспечив быстрый рост экономики, либо успокоив инвесторов. Последнее сделать не легче, чем первое. Если инвесторы продолжают считать долги «плохими» и повышать ставки, то приходится действовать как с Грецией, Португалией и Ирландией – замещать долги нерыночными, удлинять долг (Рисунок 16, Рисунок 17) и надеяться на возвращение роста за то время, пока не кончатся деньги от прямой помощи. Какие из стран могут повторить их судьбу в ближайшее время? Обратимся к количественному анализу динамики госдолга.

Дефицит государственного бюджета в периоде t (D_t) может быть представлен как сумма первичного дефицита (F_t) и процентов по обслуживанию государственного долга ($r \cdot B_t$):

$$D_t = F_t + r \cdot B_t.$$

В свою очередь, государственный долг в периоде $t + 1$ (B_{t+1}) представляет собой сумму накопленного к этому моменту долга и процентов по нему ($(1 + r) \cdot B_t$) и первичного бюджетного дефицита (F_t):

$$B_{t+1} = (1 + r) \cdot B_t + F_t.$$

Рассмотрим данное уравнение в относительных величинах. Для этого разделим обе его части на величину ВВП в периоде t (Y_t):

$$\frac{B_{t+1}}{Y_{t+1}} \cdot \frac{Y_{t+1}}{Y_t} = (1 + r) \cdot \frac{B_t}{Y_t} + \frac{F_t}{Y_t};$$

$$b_{t+1} \cdot (1 + g) = (1 + r) \cdot b_t + f_t;$$

$$b_{t+1} = \left(\frac{1 + r}{1 + g} \right) \cdot b_t + \frac{1}{1 + g} \cdot f_t,$$

где b_t – уровень государственного долга на момент времени t (% номинального ВВП), r – процентная ставка по государственному долгу, g – темп прироста номинального ВВП (%), f_t – первичный бюджетный дефицит в момент времени t (% номинального ВВП).

Отсюда может быть определена относительная величина государственного долга на заданном временном горизонте $t = 0 \dots T$ (см. [19], глава 6.5):

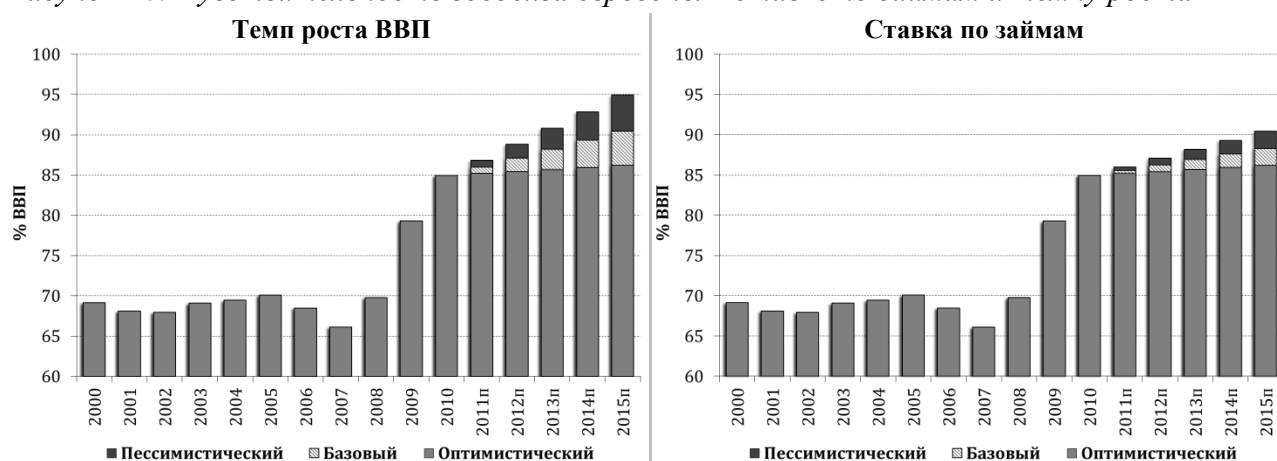
$$b_T = \left(\frac{1 + r}{1 + g} \right)^T \cdot b_0 + \left(\sum_{t=0}^{T-1} \left(\frac{1 + r}{1 + g} \right)^{T-t} \right) \cdot \frac{1}{1 + g} \cdot f_t.$$

Анализ динамики государственного долга проводился на основе уравнения, составленного в предположении о постоянстве во времени доли первичного бюджетного дефицита в номинальном ВВП:

$$b_T = \left(\frac{1+r}{1+g}\right)^T \cdot b_0 + \left(\left(\frac{1+r}{1+g}\right)^T - 1\right) \cdot \frac{1}{r-g} \cdot f.$$

При анализе динамики государственного долга на горизонте 2011-2015 гг. было рассмотрено три сценария. В качестве начального уровня долга (b_0) был взят уровень долга на 2010 г. Уровень долга в 2015 г. b_{2015} был взят из прогноза МВФ за апрель 2011 г. Этот уровень долга в соответствии с уравнением динамики индуцирует при заданных средних темпах роста номинального ВВП и процентах по долгу средний первичный дефицит бюджета на анализируемом горизонте. Первичный дефицит и был непосредственным объектом анализа при вариации предположений о ставках по долгу и динамике номинального ВВП. В качестве оптимистичного сценария был взят прогноз МВФ по динамике ВВП и ставкам. В базовом (более реалистичном, на наш взгляд) сценарии ставки по долгу растут на 50 пунктов (0,5 п.п.), а темпы роста номинального ВВП снижаются на 50 пунктов (0,5 п.п.). В пессимистичном сценарии те же по направлению изменения происходят более активно – на 100 пунктов.

Рисунок 18: Чувствительность госдолга еврозоны к ставке по займам и темпу роста ВВП



При заданной подобным образом динамике долга уровень долга к ВВП более чувствителен, при прочих равных, к снижению темпа роста ВВП (см. пример для Еврозоны – Рисунок 18). Изолированное снижение темпа роста ВВП (номинального) на 0,5 п.п. приводит при прочих равных к росту отношения госдолга к ВВП для Еврозоны в целом почти на 10 п.п. на горизонте ближайших пяти лет относительно оптимистичного сценария МВФ.

Таблица 6: Параметры долговой динамики в некоторых развитых и развивающихся странах, 2011 – 2015, при различных сценариях динамики ВВП и процентных ставок

Страна	Долг, % ВВП 2010	Перв. деф., % ВВП 2010*	Долг, % ВВП 2015 (МВФ)	Средн. первичн. деф. за 2011-15, % ВВП*			Дополн. консолид. (100-МВФ.), % ВВП
				Оптимист. (МВФ)	Базовый («50»)	Пессимист. («100»)	
<i>Развивающиеся страны</i>							
Болгария	18,0	3,3	17,3	2,3	1,3	0,3	2,0
Бразилия	66,1	-2,4	60,3	1,4	0,4	-0,7	2,1
Венгрия	79,8	0,3	76,0	-0,9	-2,0	-3,2	2,3
Латвия	39,9	6,2	36,8	1,4	0,4	-0,6	2,0
Литва	38,7	6,1	51,0	1,7	0,9	0,0	1,7
Польша	55,7	5,2	56,5	1,8	0,9	-0,1	1,9
Россия	9,8	3,2	13,5	10,2	9,5	8,7	1,5
Румыния	35,2	4,9	36,0	4,5	3,7	2,8	1,7
Турция	42,0	-0,5	34,7	-0,2	-1,3	-2,4	2,2
<i>Развитые страны вне Европы</i>							
Австралия	22,3	4,3	21,8	6,1	5,3	4,4	1,7
Канада	84,0	4,9	75,6	3,9	3,1	2,3	1,6
США	91,5	8,9	109,4	1,4	0,8	0,0	1,4
Япония	220,3	8,4	246,7	1,0	0,9	0,5	0,5
<i>Развитые страны Европы</i>							
Австрия	69,8	1,9	70,1	0,0	-1,0	-2,1	2,1
Бельгия	96,6	1,3	98,3	0,2	-0,8	-1,9	2,1
Великобрит.	77,2	7,8	84,4	2,0	1,2	0,3	1,7
Германия	80,0	1,1	73,8	-0,5	-1,6	-2,8	2,3
Греция	141,9	3,2	149,4	-2,4	-3,7	-5,1	2,7
Дания	44,3	4,6	43,0	0,1	-1,0	-2,0	2,1
Ирландия	96,1	29,7	123,5	-0,1	-0,9	-1,8	1,7
Испания	60,1	7,8	74,1	-0,2	-1,2	-2,1	1,9
Италия	119,0	0,3	118,7	-0,9	-2,0	-3,2	2,3
Люксембург	16,5	2,2	23,4	2,8	2,0	1,1	1,7
Нидерланды	63,6	3,7	65,7	-0,4	-1,4	-2,5	2,1
Норвегия	54,5	-8,4	54,3	4,3	3,6	2,8	1,5
Португалия	83,5	4,6	103,7	-2,0	-3,0	-4,1	2,1
Словакия	42,0	7,0	46,2	2,3	1,4	0,5	1,8
Словения	37,2	4,0	49,3	0,2	-0,7	-1,7	1,9
Финляндия	48,4	3,2	59,2	0,9	0,1	-0,8	1,7
Франция	84,8	5,5	88,5	0,4	-0,6	-1,6	2,0
Чехия	39,6	3,9	46,5	4,9	4,3	3,6	1,3
Швеция	39,4	1,2	26,2	5,9	4,9	3,9	2,0
Эстония	6,6	-0,3	5,2	0,7	-0,3	-1,3	2,0

Источник: МВФ, Евростат, национальные статистические ведомства, расчеты РЭА

* Примечание: положительное значение – дефицит, отрицательное – профицит

Стабильность долговой динамики стран еврозоны зависит от того, какими будут дополнительные финансовые потребности стран для финансирования дефицитов в случае дальнейшего снижения темпов роста и роста ставок по долгу. Речь идет о номинальных показателях. Низкие темпы номинального роста при настойчивости центробанков в отношении ориентиров по инфляции в текущий кризис выглядит не менее вероятными, нежели низкие темпы реального роста. Мы подсчитали, как изменятся средние первичные дефициты ряда стран (Таблица 6) при одновременном росте ставок по долгу и падении темпов роста ВВП на 50 пунктов (вариант «50») и на 100 пунктов (вариант «100»).

Для развивающихся стран расчеты надо оценивать с осторожностью. У крупных экспортеров есть накопленные средства для финансирования дефицитов даже в случае ухудшения ситуации – здесь резкого долгового «шока» не будет. Периферийные среднеразвитые страны, Латвия, Литва, Турция и в особенности Венгрия, находятся в гораздо более сложном положении. В случае реализации сценария «100» им необходимо каждый год (!) сэкономить дополнительно от 1,7% ВВП (Литва) до 2,3% ВВП (Венгрия) для выполнения прогноза по уровню долга. Несколько смягчает остроту проблемы тот факт, что только в Венгрии (получает помощь от МВФ) уровень долга является опасно высоким. Но стоит учитывать, что при быстром росте ставок по долгу его уровень растет также быстро – проблемы надо решать заранее и не повторять ошибок последних лет.

Развитые страны вне Европы, для которых был проведен анализ, находятся в относительно безопасном положении. Только ситуация в США вызывает настороженность, поскольку там ориентируются на более низкие целевые уровни долга в 2015 г. Это может в случае роста ставок по долгу потребовать перехода к сбалансированному бюджету в ближайшие 5 лет (для выполнения ориентиров по уровню долга). Но перспектива резкого роста ставок по американскому долгу очень маловероятна – это обсуждалось выше. Инвесторы верят США, несмотря на все политические проблемы, а ФРС не будет спешить поднимать общий уровень процентных ставок на фоне слабого роста.

Основной фокус анализа, ожидаемо, остается на Европе. Расширение полномочий EFSF (European Financial Stability Facility) и возложение на него основной функций «спасителя» Европы от долговых проблем вызвали обоснованные разговоры – хватит ли потенциальных ресурсов фонда на спасение более крупных стран в случае негативного развития событий? Проведенный нами анализ подтверждает преобладающее сейчас мнение – для спасения Италии и Испании этого не хватит. По нашим оценкам, 500 млрд. евро бюджетам двух стран (накопленным итогом за 2012-2015 гг.) будет стоить только рост ставок на 100 пунктов при снижении темпов роста на ту же величину. Пример Греции при этом показывает, что финансировать приходится не дополнительные издержки консолидации, а весь дефицит – это еще порядка 600 млрд. С учетом того, что часть средств фонда уже используется для помощи Греции, Португалии и Ирландии минимально необходимым выглядит увеличение его объемов до 1,5 трлн. евро.

Долговая динамика Италии представляет еще больший риск. Даже в оптимистичном сценарии поддержание текущего уровня долга потребует от страны прожить следующие 5 лет со средним (!) профицитом бюджета около 1% ВВП. Пессимистичный сценарий потребует дополнительной консолидации на 2% ВВП в каждом из годов. Чуть смягчает остроту проблемы то, что в 2010 г. первичный дефицит бюджета уже был ниже 1% ВВП. Что

нельзя сказать про Испанию – от 8%-го дефицита 2010 г. стране надо перейти к 2%-му среднему дефициту в сценарии «100» только для недопущения роста уровня долга свыше 74% ВВП. Смогут ли Италия и Испания выполнить эти ориентиры? Скорее всего, нет. Реальность требует принятия внятной и детальной программы помощи, но что об этом думают политики?...

Страны Балтии: в поисках выхода из кризиса

Прибалтийские республики первыми в Советском Союзе продемонстрировали явное стремление к национальной независимости и социально-экономической трансформации. СССР признал их независимость 6 сентября 1991 г., но создавать самостоятельную экономику фактически они начали еще раньше. Введение принципа хозрасчета (самофинансирования) республик стимулировало разработку программ экономического развития в Прибалтике. Ведущие ученые Института экономики Литовской академии наук к сентябрю 1988 г. разработали программу экономической независимости Литвы, где были сформулированы основные направления экономической реформы в республике. Подобные документы были подготовлены также в Эстонии и Латвии, их официально одобрили представители всех трех республик в сентябре 1989 г. на конференции в Риге²². Верховный Совет СССР принял закон об экономической самостоятельности Литвы, Латвии и Эстонии 27 ноября 1989 г. (см. [20]). Так начался новый этап независимого экономического развития прибалтийских государств, который длится уже 20 лет.

В начале пути к независимости страны Балтии сформулировали весьма амбициозные цели. Эстония объявила о планах превращения страны в «северный Гонконг» с его крайне либеральным экономическим и внешнеторговым режимом. Латвия провозгласила себя «северной Швейцарией», отдавая приоритет развитию банковской сферы. Эти планы были реализованы лишь частично; глубочайший кризис балтийских экономик на фоне мирового экономического кризиса положил конец 20-летнему периоду функционирования их стартовой модели. Все три государства Балтии, особенно Латвия, столкнулись с необходимостью сделать сложный политический и экономический выбор, найти новую модель развития.

Успех трансформации 1990–2000-х годов

Экономическое развитие стран Балтии в 1992–2007 гг. зачастую называли историей феноменального успеха в создании новых институтов рынка и перехода от трансформационного кризиса к росту. Сравнительно небольшие страны, обладающие высокоразвитой инфраструктурой и получившие значительную внешнюю помощь, смогли быстрее других преодолеть стартовый кризис. Уже в 1994–1995 гг. страны Балтии (в отличие от других бывших советских республик) вошли в фазу экономического подъема, как весь регион Центральной и Восточной Европы (ЦВЕ). Этому способствовали грамотная макроэкономическая политика, высокое качество рыночных институтов, низкий уровень

²² В Эстонии была разработана программа «Самостоятельно хозяйствующая Эстония», по-эстонски «Isemajandav Eesti», сокращенно IME, что в переводе с эстонского означает «чудо».

коррупции и квалифицированная рабочая сила. В Эстонии – на фоне спада в крупных постсоветских странах (России, Украине) и соседних государствах (Латвии) – наблюдался бурный экономический рост, продолжавшийся практически непрерывно в течение 18 лет²³.

В 1995–2007 гг. среднегодовые темпы роста экономики Эстонии составили 7,1% – лучший результат среди стран ЦВЕ. Темпы экономического роста в Латвии и Литве были несколько ниже, но заметно выше, чем в экономиках ЦВЕ. В Латвии экономический подъем стартовал годом позже, чем в Эстонии, и в 1995–2007 гг. среднегодовые темпы роста достигли 6,7%. В Литве подъем начался в 1995 г., средний темп роста здесь составил 6,2%. Финансовый кризис 1998 г. в России, с которой страны Балтии были по-прежнему тесно связаны, существенно повлиял только на экономику Литвы: в 1999 г. ее ВВП упал на 1,5%, в то время как в Эстонии – лишь на 0,3%, а в Латвии вообще сохранялся заметный рост (3,3%).

Но рост за этот период накопленным итогом уже не выглядит столь впечатляющим. В ходе трансформационного кризиса экономический спад в странах Балтии оказался очень глубоким: –35% в Эстонии, –49% в Литве и –52% в Латвии. Первой последствия кризиса преодолела Эстония, которая в 2001 г. вышла на докризисный уровень 1989 г. В результате к началу 2008 г. ВВП страны составил 158% от этой базы. Экономические успехи Латвии и Литвы существенно скромнее: соответственно 115 и 111%. Динамика ВВП стран Балтии и отдельные макроэкономические показатели в 2000-е годы представлены ниже (Таблица 7, Таблица 8).

Таблица 7: Динамика ВВП стран Балтии и ряда европейских стран, 2000–2011 гг.

	Среднее за 2001–2007 гг.	2007	2008	2009	2010*	2011*
<i>ВВП, млрд долл.</i>						
Эстония	–	21,4	23,6	19,2	19,0	20,2
Латвия	–	28,9	34,1	26,2	24,3	24,5
Литва	–	39,2	47,4	37,3	36,2	37,2
Польша	–	425	528	423	432	452
<i>Темп прироста ВВП, %, г/г</i>						
Эстония	8,1	7,2	–3,6	–14,1	–0,1	4,2
Латвия	9,0	10,0	–4,6	–18	–4,0	2,0
Литва	8,1	9,8	2,8	–15	–3,9	2,5
Польша	4,0	6,8	4,9	1,0	2,2	4,0
Россия	6,6	8,1	5,6	–7,9	3,6	3,4
ЕС-27	2,2	2,9	0,8	–4,2	0,7	1,6

Источник: МВФ, Евростат, Еврокомиссия

* Примечание: прогноз осени 2009 г.

²³ Социально-экономическое развитие Украины подробно рассмотрено в [21].

Таблица 8: Отдельные макроэкономические показатели стран Балтии, 2001–2009 гг. (в %)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009*
<i>Дефицит бюджета</i>									
Эстония	-0,1	0,3	1,7	1,6	1,6	2,3	2,6	-2,8	-1,7
Латвия	-2,1	-2,3	-1,6	-1,0	-0,4	-0,5	-0,3	-4,1	-7,1
Литва	-3,6	-1,9	-1,3	-1,5	-0,5	-0,4	-1,0	-3,2	-8,0
<i>Безработица</i>									
Эстония	12,4	10,3	10,0	9,7	7,9	5,9	4,7	5,5	13,8
Латвия	12,9	12,2	10,5	10,4	8,9	6,8	6,0	7,5	17,6
Литва	16,5	13,5	12,5	11,4	8,3	5,6	4,3	5,8	14,0
<i>Инфляция</i>									
Эстония	5,6	3,6	1,4	3,0	4,1	4,5	6,7	10,6	0,2
Латвия	2,5	2,0	2,9	6,2	6,9	6,6	10,1	15,2	3,3
Литва	1,5	0,3	-1,1	1,2	2,7	3,8	5,8	11,1	4,2

Источник: Евростат, оценки авторов

* Примечание: оценка осени 2009 г.

За годы независимого развития по показателю ВВП на душу населения по ППС страны Балтии опередили не только все государства СНГ, но и большинство стран ЦВЕ. В 2007 г. подушевой доход в Эстонии достиг практически 21 тыс. долл. (больше лишь в Словении и Чехии), в Литве и Латвии – соответственно 18 тыс. и 17,5 тыс. долл. В то же время в стабильно развивавшейся Польше он составил только 16,4 тыс. долл.

Очевидно, экономические успехи стран Балтии были во многом обусловлены «советским наследством» в виде современных инфраструктуры и промышленности, накопленного человеческого капитала, хотя значение этого «наследства» и его влияние на последующее развитие стран Балтии оцениваются неоднозначно (см. [22]). При этом существенными факторами становления балтийских экономик стали практические шаги по трансформации, то есть выбор моделей макроэкономической политики и приватизации, опора на иностранные инвестиции, а также ориентация на вступление в ЕС (см. [23]).

Интеграция в ЕС была одной из ключевых политических и экономических идей развития всего балтийского региона. Еще в 1994 г. страны Балтии и ЕС подписали договор о свободной торговле, а к концу 1995 г. все три страны подали ходатайства о вступлении в ЕС. В 1997 г. Европейская комиссия рекомендовала начать переговоры с ними, итогом которых стало официальное вступление стран Балтии в ЕС 1 мая 2004 г. Одновременно они вступили в НАТО. Экономические реформы и модернизация системы государственного управления в целях гармонизации с нормами Евросоюза были важными факторами экономического развития стран Балтии в начале 2000-х годов. Одновременно перспектива скорого вступления в ЕС повысила привлекательность региона в глазах национальных и иностранных инвесторов.

Реструктуризация советских активов

В странах Балтии существовали наилучшие стартовые условия (среди республик бывшего СССР) для построения рыночной экономики. Здесь был накоплен обширный инновационный потенциал. В советские времена регион служил своеобразной лабораторией по совершенствованию хозяйственного механизма. Прибалтийские республики всегда были на особом положении в СССР, что выражалось и в объеме средств, направляемых на развитие региона: в 1970–1980-е годы они лидировали по объему инвестиций в основной капитал на душу населения. По этому показателю Эстония фактически находилась на первом месте в СССР: он превышал общесоюзный на 6–8%. (Формально первое место занимала РСФСР, но здесь концентрировались общесоюзные инвестиции в ВПК, за вычетом которых инвестиции в Эстонии превышали общесоюзные более чем на 15%.) Традиционно большими были инвестиции в Латвии, а во второй половине 1980-х годов заметно возросли вложения в экономику Литвы²⁴.

Для большинства других союзных республик такие показатели были недоступны. Так, в Украине удельные инвестиции отставали от общесоюзных на 22–25%, в республиках Закавказья – на 26% (Армения) и на 35% (Азербайджан).

К моменту распада СССР Прибалтика располагала густой сетью качественных шоссе, хорошо оборудованными морскими портами, современной обрабатывающей промышленностью и энергетикой. Уровень промышленного развития прибалтийских республик, по меркам СССР, был очень высоким, а сама промышленность региона была диверсифицированной.

Здесь функционировали предприятия базовых видов деятельности, например производство нефтепродуктов. В Литве действовал относительно современный Мажейкяйский НПЗ, введенный в 1980 г., мощностью 15 млн т, что позволяло удовлетворять потребности всей Прибалтики в нефтепродуктах. Функционировали химическое (Ионавский ПО «Азот»), металлургическое производство и судостроение. Одно из крупнейших европейских предприятий Рижский вагоностроительный завод производил продукцию для всего Советского Союза, как и электротехнический завод ВЭФ. Примечательно, что оба предприятия имели более чем столетнюю историю, начавшуюся еще в XIX в. В Елгаве располагался автомобильный завод RAF, производивший до 15 тыс. микроавтобусов в год. Игналинская АЭС обеспечивала электроэнергией практически всю Литву и не только.

²⁴ Рост инвестиций в Литву был связан с интенсивным дорожным строительством, а главное, с продолжением строительства Игналинской АЭС. В 1987 г. на станции был пущен второй блок, в 1980-е годы началось строительство третьего блока. Но в 1989 г. работы на нем прекратились, несмотря на высокую степень готовности – 60–80%, а позднее сооружение разобрали и продали по частям.

Судьба этих предприятий в 1990-е годы оказалась печальной. Большинство из них прекратили свое существование, а созданные на их основе многократно сократили объем производства. В результате падения спроса со стороны стран – членов СЭВ, переживавших экономическую трансформацию, а также открытия внутреннего рынка для иностранных потребительских и промышленных товаров произошел значительный спад производства. Из-за крупных размеров предприятий (на ВЭФе работало около 20 тыс. человек) на них возникли большие проблемы. Введение новых национальных валют, трудности, связанные с конвертацией и неплатежами теперь уже иностранных потребителей, существенно осложнили операционную деятельность предприятий. Определенную роль сыграли и ошибки руководства, которое нередко обвиняли в недостаточной гибкости.

В те годы власти проводили политику, основанную на принципах «жесткого дарвинизма», возлагая решение задач выживания на сами предприятия и практически не оказывая им никакой поддержки. В частности, в одном интервью В. Биркавс (премьер-министр Латвии в 1993–1995 гг.), отвечая на вопрос о намеренном закрытии промышленных предприятий²⁵, ответил: «Налоговая политика была единая, денег не давали потому, что их не было. Все было честно. Государство не мешало и не помогало, а наблюдало со стороны – кто выживет» (см. [24]). Для спасения таких предприятий потребовались бы огромные усилия и емкие рынки. Но тогда сохранился бы промышленный потенциал, востребованный и в XXI в.

Большую роль в формировании нового экономического пейзажа балтийских стран сыграла приватизация. Можно выделить две модели приватизации в регионе: акционерную в Литве и модель поиска стратегического инвестора, способного выкупить предприятие целиком, в Эстонии и Латвии. Таковыми сторонники второй модели считали иностранного, поскольку в самой Балтии в начале 1990-х годов просто не существовало компаний, которые могли бы за деньги приватизировать крупные объекты государственной собственности. В Эстонии основными стратегическими инвесторами в первой половине 1990-х годов выступили преимущественно финские компании.

Европейские экономисты обычно признают эстонскую модель более эффективной, чем литовскую. В Эстонии с самого начала проводилась наиболее строгая в регионе государственная политика приватизации. Нормативная база банкротства предприятий была бескомпромиссной, а законы о банкротстве неукоснительно соблюдались. В отличие от соседей здесь почти не было случаев государственной помощи предприятиям, оказавшимся на грани банкротства, путем выкупа неликвидного имущества, списания долгов или

²⁵ По мнению многих наблюдателей, это делалось с целью выдвинуть инженерно-технических работников, преимущественно, русскоязычных, за пределы страны.

предоставления кредитов, как в Латвии и особенно в Литве, где была разработана специальная программа поддержки предприятий-экспортеров. Это ускорило процесс разгосударствления, поскольку предприятия были поставлены в условия жесткого выбора между приватизацией и ликвидацией.

Приватизация в Латвии происходила медленнее, поскольку здесь чаще использовался индивидуальный подход, допускались отступления от принятой программы. Промышленные предприятия в Латвии были крупнее, чем в Эстонии, что заставляло больше учитывать социальные аспекты. В целом результаты такой политики оказались хуже ожидаемых, и социальное напряжение в стране существенно возросло.

В Литве процесс приватизации протекал медленно и последовательно, от одной стадии к другой (начиная с торговли и далее до сферы производства). Но основное отличие Литвы от Эстонии и Латвии состояло в том, что процедура банкротства прямо не использовалась, основной акцент был сделан на реструктуризации государственных предприятий до приватизации. На ее начальном этапе персонал мог выкупать относительно дорогие средние, а иногда – крупные предприятия, за приватизационные чеки. Они были индивидуальными и не предназначались для свободного обращения, что исключало проведение так называемых ваучерных аукционов – главного инструмента приватизации «по-русски». Поэтому подавляющая часть работников промышленных предприятий получили свою долю собственности. Таким образом, литовская модель приватизации оказалась наиболее социально ориентированной (см. [25]).

Процесс приватизации во всех балтийских странах осложнялся законом о реституции. При этом, по оценке многих исследователей, в странах Балтии политические основания приватизации превалировали над экономическими (см. [26]). Российские инвестиции не приветствовались, на их пути возникали различные барьеры. В Эстонии и Латвии было ограничено участие в приватизации неграждан, которых на промышленных предприятиях нередко увольняли в первую очередь.

В результате столь глубокой трансформации балтийских экономик в 1990-е годы кардинально изменилась их структура (Таблица 9). Одновременно в регион поступили крупные иностранные инвестиции, преимущественно в сферу финансов и торговлю. В 1991–2000 гг. было привлечено свыше 7 млрд долл. прямых иностранных инвестиций (ПИИ). Наибольшую роль они сыграли в экономике Эстонии, где их доля в этот период составила 6,5% ВВП (в Латвии и Литве – соответственно 5,4 и 3,7%).

Привлечение ПИИ было весьма активным и по сравнению с другими странами ЦВЕ. Так, в Польше и Словакии отношение ПИИ к ВВП в среднем за этот период составило соответственно только 3,4 и 4,3%.

Таблица 9: Структура экономик стран Балтии, 1995–2008 (в %)

	Латвия			Литва			Эстония		
	1995	2000	2008	1995	2000	2008	1995	2000	2008
Сельское хозяйство, охота, рыболовство	9,1	4,6	3,1	11,1	6,5	4,4	5,8	4,8	2,9
Промышленность	25,8	17,4	13,7	23,7	22,4	19,8	26,3	22,0	20,9
Строительство	4,6	6,2	8,9	7,1	6,1	10,3	6,7	5,6	8,3
Услуги	60,6	71,8	74,3	58,1	65,0	65,5	61,2	67,6	68,0
транспорт и связь	14,5	14,1	10,7	8,5	12,5	12,9	11,2	14,5	10,1
финансовое посредничество, операции с недвижимостью, аренда и пр.	15,0	18,9	23,8	12,2	12,7	16,6	18,7	22,4	24,1
государственное управление, образование, здравоохранение и пр.	20,2	20,9	20,8	19,7	21,6	17,5	17,6	17,0	18,9
Всего	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Источник: национальные статистические комитеты

Определенные положительные изменения произошли и в сфере промышленного производства. Пищевая промышленность была коренным образом модернизирована. Эстонии удалось включиться в цепочку производства электронного оборудования (на бывших мощностях крупного завода электронных приборов теперь работает компания Elcoteq, один из подрядчиков телекоммуникационной компании Ericsson). Некоторые компании, в частности представляющие знакомые многим с советских времен марки «Рижский бальзам» и Dzintars, существенно расширили свою деятельность и присутствуют не только на балтийском рынке.

Положительное влияние на страны Балтии оказал экономический подъем в СНГ, в первую очередь в России. Заметно вырос объем транзитных грузов, Россия стала одним из наиболее быстро растущих рынков для продукции балтийских стран. Нарастание экспорта послужило важным фактором экономического роста в первой половине 2000-х годов.

В Эстонии реальный ежегодный прирост экспорта в этот период составлял 12,6%. Причем одновременно изменялась его структура: если в 1990-е годы доминировали металлы и древесина, то в 2000-е значительно возросла доля электрооборудования. Аналогичные процессы наблюдались в Литве и Латвии. Так, экспорт из Литвы в Россию в 2003–2008 гг. вырос более чем в пять раз, в результате доля России возросла с 10 до 16%.

За годы независимого развития страны Балтии существенно изменились. Если в начале трансформационного пути структура их экономик была весьма схожей, то сегодня наблюдаются явные отличия. В 1995 г. в каждой стране промышленность обеспечивала практически 1/4 ВВП. К началу кризиса 2008 г. в Латвии фактически произошла

деиндустриализация: доля промышленности в структуре экономики сократилась практически вдвое – до 13,7%. В Литве и Эстонии доля промышленного производства снизилась до 19,8 и 20,9%, но обрабатывающие производства по-прежнему играют значимую роль – соответственно 15,6 и 16,6%. Еще в начале 2000-х годов кратно сократилась доля сельского хозяйства. В ходе кризиса 2008–2009 гг. промышленное производство упало во всех трех странах, но по-разному: в Эстонии спад по отношению к 2007 г. составил 31%, в Латвии – 19, в Литве – только 10% (благодаря сохранению положительных темпов в 2008 г.).

В течение всего рассматриваемого периода наблюдалась тенденция к расширению сектора услуг. Сначала вклад услуг в ВВП трех стран был почти одинаковым, теперь же доля услуг в ВВП Латвии очень высока, а в Эстонии и Литве – заметно ниже, при этом удельный вес финансового сектора, операций с недвижимостью и прочих коммерческих услуг в ВВП Латвии и Эстонии практически равен. Большая доля строительства в ВВП объясняется тем, что страны Балтии вошли в нынешний кризис на волне строительного бума, возникшего на базе дешевого кредита. Таким образом, Латвия – это некий образ постиндустриальной сервисной экономики, Эстония – сбалансированной развитой индустриальной экономики, а Литва (с меньшей долей услуг в ВВП и сравнительно высокой долей сельского хозяйства) – пока еще явный представитель переходной экономики.

Кредитный экспресс: незамеченный системный риск

Вступление стран Балтии в ЕС ознаменовало новый этап их экономического развития. Иностранные инвесторы существенно уменьшили размер рискованной премии, в результате ставки кредитования снизились, и в страны Балтии устремился иностранный заемный капитал. С учетом итогов приватизации и огромной роли Скандинавского капитала в банковской системе возникла иллюзия «безлимитности» кредитной экспансии. С ориентацией на образ жизни европейского среднего, фактически высшего среднего, класса – свой дом, машина и дача – стала формироваться система заимствований. Никто не задумывался о рисках финансирования в кредит чуть ли не всех подходящих должников, причем за счет внешних займов. В частности, в Эстонии было распространено мнение, что «мы те же финны и в ближайшем будущем будем жить так же». Иностранные банки способствовали буму кредитования, тем более что рейтинги стран Балтии, доходы и репутация заемщиков были достаточно высокими.

В Эстонии до 2003 г. кредитование росло сравнительно умеренными темпами: в среднем за год в 2000–2002 гг. объем кредитного портфеля эстонских банков увеличивался на 23%, а в 2003–2007 гг. – на 37%. На пике этой волны, на конец 2006 г., объем выданных кредитов превысил соответствующий показатель предыдущего года на 42%. В итоге объем

активов банковской системы по отношению к ВВП за восемь лет вырос в два раза и в начале 2008 г. достиг 132%. Основную роль в этом росте играло ипотечное кредитование: его доля в выданных кредитах возросла практически в три раза по сравнению с 2000 г. и в начале 2008 г. составила 37%.

Благодаря фактически отрицательным реальным ставкам ипотечного кредитования и практически нулевым реальным ставкам кредитования нефинансового сектора в 2005–2007 гг. в экономику стран Балтии стали поступать значительные средства. В новых условиях изменилась и структура экономического роста: если в предыдущие годы важной была роль реального увеличения экспорта, то теперь на первый план вышли инвестиционная активность и личное потребление. В частности, в Эстонии инвестиции возросли в 2005 г. на 10% в реальном выражении, а в 2006 г. их прирост превысил 22%, и доля инвестиций в структуре ВВП составила 34%. Но в деятельности банков и компаний усиливался перекос в пользу операций с недвижимостью. Строительный бум и рост потребления даже напоминали американскую ситуацию до кризиса конца 2000-х годов: отрицательный платежный баланс и рост потребления в кредит при растущем притоке иностранных сбережений.

Рост инвестиций и конечного потребления в значительной степени происходил за счет увеличения дефицита платежного баланса в странах региона. В свою очередь, его компенсировали приток ПИИ, накопление внешнего долга и переводы трудовых мигрантов. В 2000-е годы многие страны ЦВЕ развивались на фоне отрицательного платежного баланса, но ситуация в Балтии имела свои особенности. Если в среднем по ЦВЕ дефицит платежного баланса не превышал 8% ВВП, то здесь он был кратно выше. В 2006–2007 гг. дефицит в Латвии достиг 23% ВВП, а в Эстонии и Литве – соответственно 18 и 15%. Естественно, подобная модель роста давала быстрые результаты, но была неустойчивой и скрывала значительные потенциальные риски, которые реализовались с ухудшением положения на мировых финансовых рынках. По уровню кредитных заимствований на душу населения относительно бедная Латвия намного обогнала Литву (Таблица 10).

Таблица 10: Отдельные показатели банковского сектора Балтии, 2003–2009 гг. (млрд. евро)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<i>Литва</i>							
Кредиты, всего	4,4	6,0	9,7	13,0	18,6	21,7	19,7
нефинансовые компании	2,6	3,2	4,6	6,5	8,9	10,3	9,4
домохозяйства	0,7	1,5	2,7	4,6	7,2	8,7	8,4
<i>Латвия</i>							
Кредиты, всего	4,1	5,8	9,0	14,2	18,8	21,0	19,5
нефинансовые компании	2,4	3,1	4,3	6,6	8,9	10,4	9,7
домохозяйства	1,2	2,0	3,5	6,2	8,6	9,1	8,6
<i>Эстония</i>							
Кредиты, всего	4,4	5,9	8,0	11,4	15,3	16,6	15,6
нефинансовые компании	1,5	2,1	3,4	5,4	7,0	7,5	7,1
домохозяйства	1,2	1,9	3,2	5,2	7,0	7,7	7,5
<i>Кредиты домохозяйствам на одного занятого, тыс. евро</i>							
Эстония	2,1	3,1	5,2	8,0	10,6	11,7	12,5
Латвия	1,2	2,0	3,4	5,7	7,7	8,1	9,0
Литва	0,5	1,0	1,8	3,1	4,7	5,8	5,9

Источник: национальные центробанки

Падение транзита

В 1990-е годы в условиях переходных преобразований внутренняя торговля и транзит российских грузов обеспечили загрузку транспортной инфраструктуры и занятость населения. В этот период сектор транспорта оказал существенную поддержку экономикам региона.

В 2000-е годы транспортные услуги стали развиваться медленнее, чем экономики стран Балтии в целом, в силу как внешних, так и внутренних факторов. Постепенно снижалась и доля этого сектора в ВВП: в частности, в Латвии и Эстонии – более чем с 10% в 2000 г. до 8% в 2007 г. Только в Литве доля транспорта в структуре экономики продолжала повышаться.

Все эти годы вопрос российского транзита был предметом острых дискуссий. Появлялись различные оценки вклада транзита российских грузов в развитие экономик стран Балтии (см. [27]). В условиях довольно холодных политических отношений между ними и Россией, вызванных множеством причин, в том числе вопросами неграждан в Эстонии и Латвии, контроля над Мажейкяйским НПЗ в Литве и пр., через страны Балтии ежегодно проходил значительный объем российских грузов.

В своих высказываниях официальные лица балтийских государств нередко занижали роль транзита в их экономиках. Но факты свидетельствуют об обратном: в частности, 8-процентная доля транспорта в ВВП Эстонии и Латвии и тем более 10-процентная в ВВП Литвы более чем в полтора раза превышают средний показатель по миру. (В развитых странах доля транспорта в ВВП не больше 5%.) Примечательно, что среди экономик стран ЕС роль транспорта в трех балтийских государствах максимальная. За пределами ЕС только

в Турции доля транспорта в ВВП выше, чем в Литве. О значении транзита в экономике стран Балтии свидетельствует такой факт: примерно 80% обрабатываемых портами грузов (и соответственно доставляемых к портам железнодорожным и автомобильным транспортом) – транзитные. Согласно данным различных исследований, доля транзита (без учета косвенного влияния на другие секторы) составляет порядка 3–5% ВВП в Эстонии и Латвии и еще выше в Литве в силу высоких показателей железнодорожного транзита в Калининград.

Прибалтийские порты ориентированы преимущественно на вывоз транзитных грузов. Основными воротами для импорта иностранных товаров в страны СНГ они так и не смогли стать. С этой ролью лучше справляются порты Финляндии и Северо-Западного федерального округа РФ. Глобальная рецессия крайне негативно сказалась на международной торговле, тем более в регионе, находящемся в глубоком кризисе. Российская политика постепенного снижения зависимости от транзита и успешная конкуренция финских портов привели к резкому уменьшению грузооборота (Таблица 11). Поток транзитных грузов постепенно сокращается, и выручает Балтику только растущий экспорт нефтепродуктов из России.

Таблица 11: Грузооборот портов Балтии, 2000–2009 гг. (млн. т.)

	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2009 к 2005, %
<i>Латвия</i>							
Вывоз (погрузка)	49,3	55,9	53,1	55,2	57,7	57,6	3
нефтепродукты	15,8	20,1	19,7	21,1	20,3	22	9
нефть	13,6	0,4	1,2	1,2	1	0,4	-10
сухие химикаты	6,6	6,5	5,1	5,2	4,6	3,1	-53
Ввоз (разгрузка)	2,6	4,2	6,4	7,3	6	4,4	6
<i>Эстония</i>							
Вывоз (погрузка), всего	35,4	42,6	43,6	37,0	28,2	29,7	-30
Нефтепродукты	19,2	26	26,0	22,7	19,3	20,6	-21
Древесина	4,7	3	2,5	2,3	2	0,6	-80
Ввоз (разгрузка), всего	4,4	4,5	6,1	7,7	7,9	8,4	88
<i>Литва</i>							
Вывоз (погрузка), всего	18,6	22,3	19,8	19,6	22,2	14,7	-34
наливные грузы	9	13,2	10,4	8,3	10,5	8,9	-33
Ввоз (разгрузка), всего	4,1	5,6	9,7	12,3	16,7	21,5	282
наливные грузы	0,5	0,1	3,6	5,3	9,5	10,1	-

Источник: национальные статкомитеты

Миграция

Для стран Балтии очень важен вопрос миграции. Близость к Европе, географическая и ментальная, и раньше способствовала миграции граждан Балтии в Западную Европу и Скандинавию. Вступление в ЕС в 2004 г. и открытие некоторыми странами Европы (сначала

Великобританией, Ирландией и Швецией, затем Финляндией, Испанией, Португалией и Грецией) своих рынков труда для новых стран-членов существенно упростили процедуру трудовой миграции. В результате заметно вырос поток мигрантов как абсолютно, так и относительно, принимая во внимание сравнительную малочисленность населения стран Балтии. За годы подъема среднемесячная зарплата в странах региона выросла более чем вдвое и в Эстонии приблизилась к уровню Чехии. Но разрыв с доходами в странах Западной Европы все еще очень высокий, поэтому экономический стимул к эмиграции сохраняется (Таблица 12).

Таблица 12: Среднемесячная заработная плата в странах Балтии, 2001–2009 гг. (тыс. евро.)

	2001	2005	2006	2007	2008	2009*
Литва	0,27	0,37	0,43	0,52	0,62	0,59
Латвия	0,28	0,35	0,43	0,57	0,68	0,65
Эстония	0,35	0,52	0,6	0,73	0,83	0,78
<i>Мемо:</i>						
Чехия	0,42	0,62	0,69	0,76	0,91	0,89
Ирландия	2,04	2,51	2,64	2,75	2,83	2,81
Великобритания	2,84	3,03	3,14	3,22	2,89	2,64
Разница между Литвой и Ирландией	1,77	2,14	2,21	2,23	2,21	2,22
Разница между Литвой и Великобрит.	2,57	2,66	2,71	2,70	2,27	2,05

Источник: национальные статистические комитеты; Евростат; оценка авторов

* Примечание: оценка осени 2009 г.

Согласно официальным источникам балтийских стран, миграционный отток не сокращается. Так, из Литвы за 2001–2008 гг. выехало практически 100 тыс. человек: первого пика миграция достигла в 2004–2005 гг., когда страну покинуло свыше 15 тыс. человек, в 2008 г. наблюдался второй – уехало более 17 тыс. человек. При этом половина всех эмигрантов, указавших страну выезда, выехали в Ирландию и Великобританию. Значительное число граждан Балтии дополнили ряды временных трудовых мигрантов, что подтверждается официальной статистикой стран-реципиентов.

По данным переписи населения в Ирландии, уже в 2006 г. в стране проживало порядка 25 тыс. литовцев. Статистика Великобритании также отражает заметный рост числа трудовых мигрантов. С открытием рынка труда число литовцев в Великобритании выросло втрое и в 2009 г. составило 61 тыс. человек.

Миграция послужила одним из факторов удорожания труда в странах Балтии и относительной потери ими своих конкурентных преимуществ. Но репатриация доходов трудовых мигрантов из стран Западной Европы стала важной статьей поддержания платежного баланса и внутреннего рынка. Кризис вынудил еще больше людей отправиться за границу в поисках работы и средств к существованию, хотя, по-видимому, с иными, более скромными, предпочтениями и запросами.

Балтийский шторм: кризис 2008–2010 гг.

Мировой экономический кризис стал серьезным испытанием для большинства развитых стран и стран с формирующимся рынком. В последней группе высокие темпы экономического роста сменились не менее высокими темпами падения национальных экономик и увеличением численности безработных. Очевидно, на благосостояние населения в странах с формирующимся рынком кризис повлиял сильнее, чем в развитых. Несовершенные инструменты социальной поддержки, более низкий уровень государственной помощи и скромные сбережения большей части населения усложняют процесс адаптации к кризисным явлениям.

Бурный подъем мировой экономики в 2000-е годы стер из памяти воспоминания о предыдущих кризисах. Даже кризис 1997–1998 гг. стал казаться чем-то чрезвычайно далеким. В странах Балтии высокие темпы экономического роста производили особенно сильный усыпляющий эффект: казалось, что счастливая история будет длиться вечно. Конечно, ответственные наблюдатели, в частности специалисты миссии МВФ, отмечали признаки перегрева экономики и необходимость снижения темпов кредитной экспансии, но в целом они не рассматривали ситуацию в странах Балтии как критическую, а вероятность «мягкой посадки» считали высокой.

Наглядным примером предкризисного экономического планирования «в действии» может служить Эстония. Весной 2007 г. (период конфликта вокруг «Бронзового солдата») власти страны были преисполнены оптимизма относительно будущего эстонской экономики. В 2007 г. Министерство финансов ожидало прироста ВВП в размере 9,2%, а в 2008–2009 гг. некоторого замедления – соответственно до 8,3 и 7,7%. Банк Эстонии был несколько более консервативен: по его прогнозам, в 2008 и 2009 гг. темпы экономического роста должны были составить 6,5 и 5,6% (см. [28]). Даже МВФ, проводивший ежегодные консультации с властями Эстонии в первой половине 2007 г., отмечал факт перегрева экономики, но лишь мимоходом указывал на возможность кризисных явлений. В итоге прогноз темпов экономического роста, подготовленный МВФ, был даже более оптимистичным, чем Банка Эстонии (см. [29]), хотя уже в начале 2007 г. были заметны первые признаки кризиса. Спустя год ситуация кардинально изменилась.

Примечательно, что именно в 2005–2007 гг., когда балтийские экономики демонстрировали высокие темпы роста, разрушался финансовый фундамент их экономического развития. Мировой кризис выбил важные опоры этого фундамента, и балтийское экономическое чудо закончилось сильнейшим экономическим кризисом. Можно констатировать, что мировая экономика сравнительно благополучно прошла через два

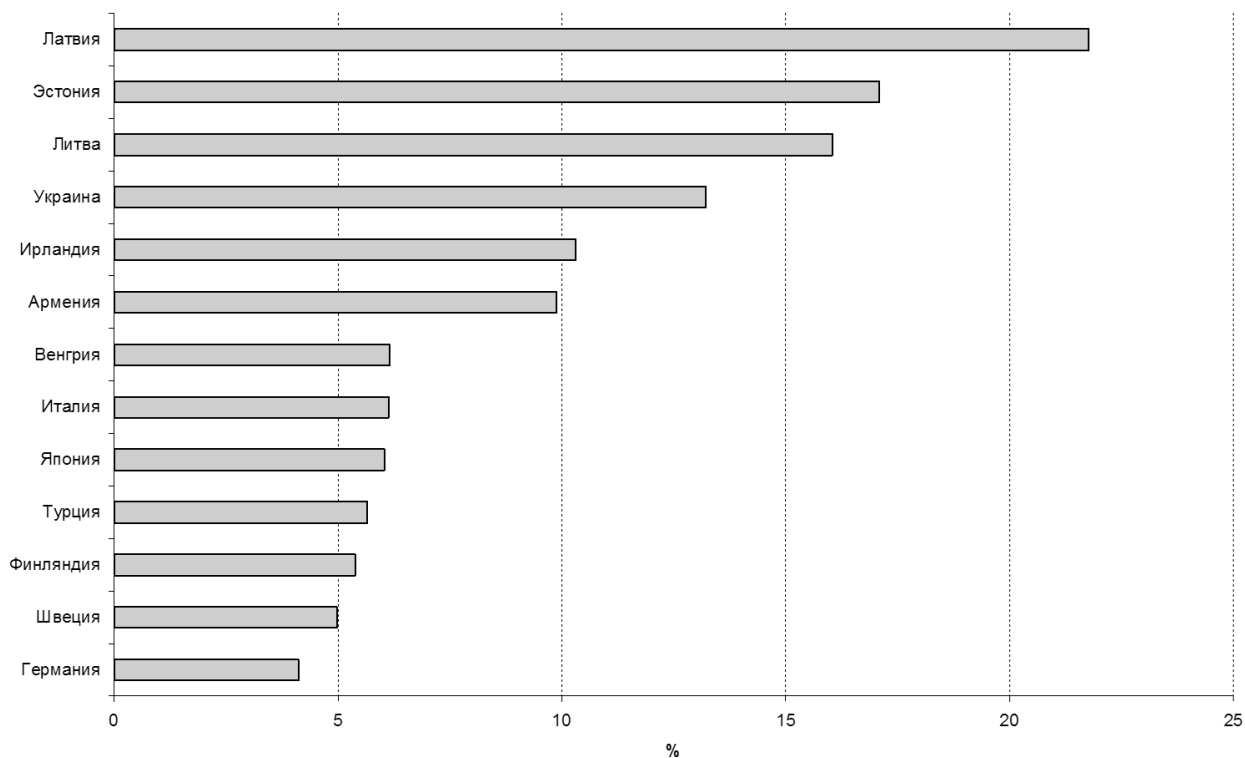
кризисных года. Конечно, отдельные страны понесли существенные потери, но глубина спада, которая наблюдается в странах Балтии, особенно в Латвии, заставляет говорить о крахе принятой модели развития. Кризис в Латвии по своим масштабам (–22% за 2008–2009 гг.) превосходит большинство кризисных явлений XX в. и не многим уступает Великой депрессии (см. [30]). В Литве и Эстонии спад тоже очень сильный: –16 и –17%. В 2010 г. положительных темпов роста в странах региона ожидать также не приходится (в отличие от остального мира).

В числе причин столь глубокого кризиса исследователи чаще всего называют те, что создали проблемы и для многих других стран: дефицит платежного баланса; неконтролируемый приток капитала; игнорирование валютных рисков; раздувание пузырей на различных рынках, в первую очередь на рынке недвижимости (см. [29]). При всей их значимости, по нашему мнению, список этим далеко не ограничивается, иначе глубина спада была бы на уровне большинства других стран. Помимо упомянутых, отметим одновременное действие ряда негативных факторов, в частности ориентацию стран Балтии на ограниченный круг стран-партнеров (наиболее пострадавших в результате кризиса) и действия национальных правительств, дестабилизировавшие положение в ряде базовых отраслей.

Отдельно остановимся на ситуации в Латвии. Глубочайший спад здесь стал следствием гипертрофированного развития нескольких секторов экономики: финансового, операций с недвижимостью и торговли, а также государственного и общественного. Схлопывание пузырей на рынках недвижимости или локальные финансовые кризисы периодически происходят во многих странах, но в силу ограниченного размера затрагиваемых секторов общее влияние этих кризисов на экономический рост оказывается не таким сильным. В Латвии в результате схлопывания пузыря на рынке недвижимости выяснилось, что реальный сектор экономики и, что более серьезно, производственные отрасли сократились очень сильно. Поэтому рецессия в одном секторе вызвала обвальное падение всей экономики.

Ниже (Рисунок 19) представлены страны, наиболее пострадавшие от кризиса в 2008–2009 гг. Первые три места заняли страны Балтии. Но важнее то, что в этот список вошли Ирландия, Финляндия, Швеция и Германия, также заметно ухудшилось экономическое положение в Великобритании и России. Именно названные страны выступают основными партнерами балтийских государств.

Рисунок 19: Падение ВВП за 2008–2009 гг. (в %)*



Источник: МВФ, национальные статистические комитеты; оценка авторов

* Примечание: оценка осени 2009 г.

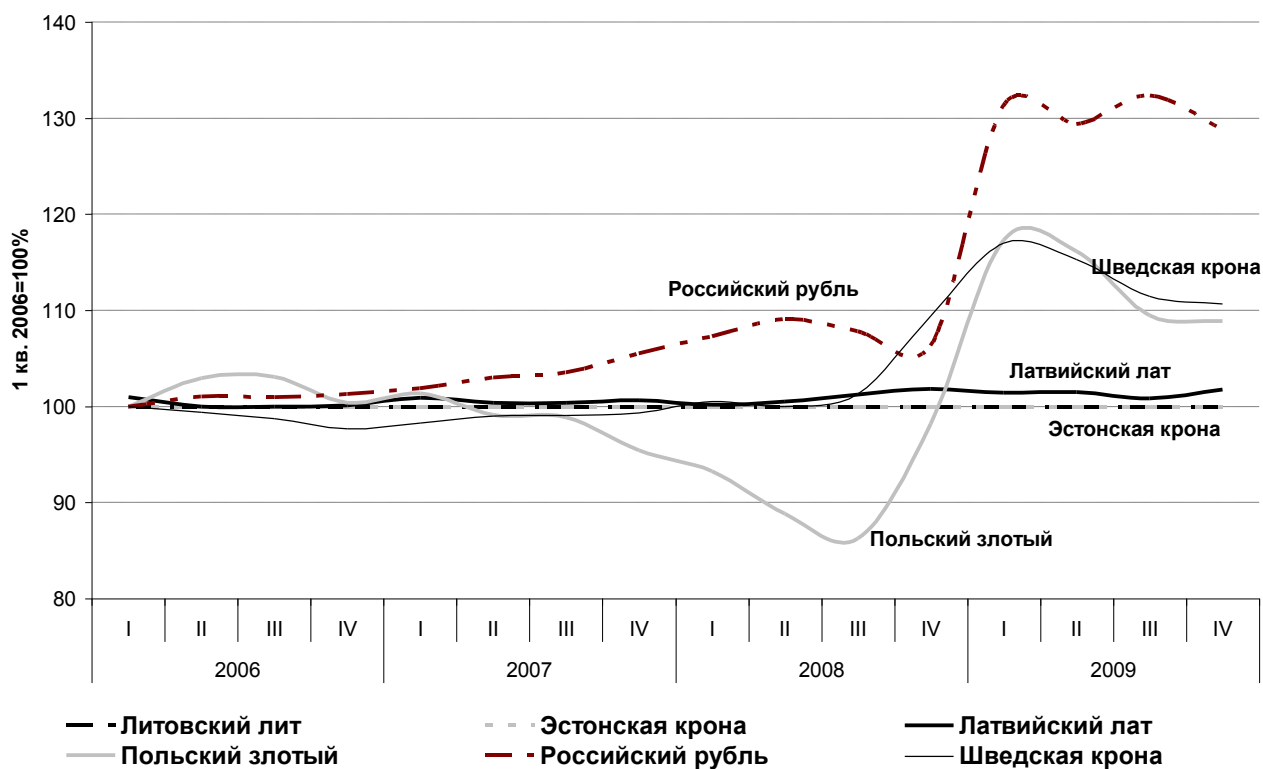
Спад в каждой стране определяется комбинацией внутренних факторов, влияние которых усиливается внешним воздействием. Эти факторы (спад в торговле и строительстве из-за сокращения кредитования, сворачивание инвестиционной деятельности, снижение объемов транзита) стали следствием перегретости экономик стран Балтии в 2004–2007 гг. Внешнее воздействие кризиса на их экономику проявилось в: ухудшении условий привлечения заемных средств из-за роста стоимости кредита и дефицита ликвидности на финансовых рынках; сокращении экспорта под воздействием снижения спроса со стороны стран – торговых партнеров, вызванного внутренними кризисными явлениями, а в случае стран вне еврозоны – и девальвацией национальных валют относительно валют балтийских государств (жестко привязанных к евро); масштабном выводе капитала.

Подверженность экономик внешнеторговым шокам определяется их зависимостью от внешних товарных рынков. Из трех балтийских государств наименее зависит от них Латвия, где отношение экспорта к ВВП составляло 27% в 2008 г. В условиях значительного спада в секторах строительства и услуг в 2009 г. на фоне меньшего снижения промышленного экспорта данное отношение даже возросло до 29%. В Литве оно существенно выше (и превышает соответствующий показатель многих стран ЦВЕ): 50% в 2008 г., хотя из-за значительного спада снизилось до 45% в 2009 г. Для Эстонии характерна наивысшая

ориентация на внешние рынки: отношение экспорта к ВВП составило 53% в 2008 г., но также снизилось до 50% в 2009 г.

Спад в экономиках Европы и России, сопровождавшийся значительным сокращением объемов внешней торговли и промышленного производства, негативно отразился на динамике внутреннего производства стран Балтии, во многом ориентированного на экспорт и нередко представленного продукцией промышленного назначения. Промышленное производство в целом по ЕС сократилось на 13,9% в 2009 г., но сильнее снизилось в странах – партнерах Балтии: Финляндии (–21%), Швеции (–18%) и Германии (–17%). На поставки в другие страны-партнеры, в частности в Польшу и Россию, негативно повлияло реальное укрепление балтийских валют.

Рисунок 20: Динамика курсов валют стран Балтии и их основных торговых партнеров к евро (1 кв. 2006 г. = 100%)



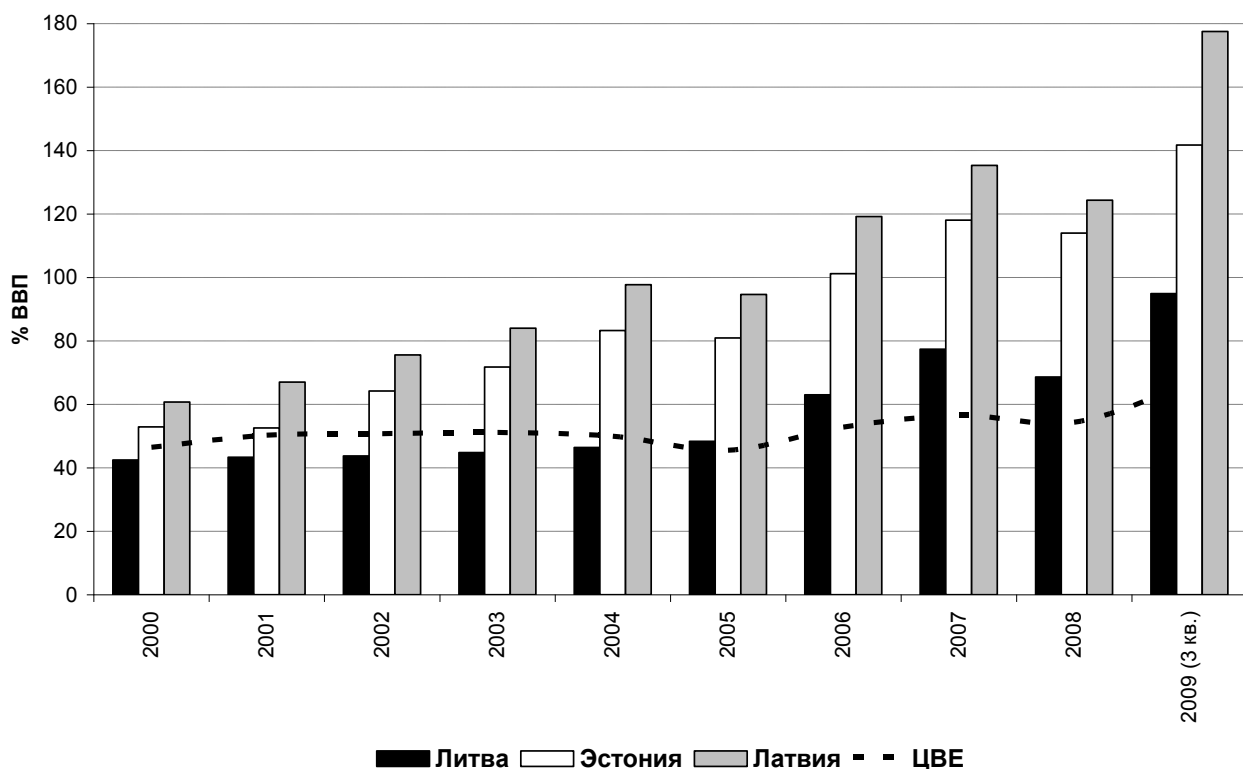
Источник: Евростат

Россия, Швеция и Польша заметно девальвировали национальные валюты (Рисунок 20), а из-за стабильности своих валют страны Балтии оказались в проигрыше. В самом тяжелом положении находится Латвия. ЦБ страны упорно сохраняет привязку национальной валюты к евро, готовясь вступить в еврозону, поэтому до 90% внутренних кредитов было выдано в евро. В этой ситуации девальвация нанесла бы серьезный удар по интересам должников, особенно взявших ипотечные кредиты. Одновременно пострадали бы иностранные банки – владельцы латвийских, поскольку тогда увеличился бы невозврат кредитов. В результате под руководством МВФ Латвия проводит внутреннюю девальвацию.

В условиях 22-процентной безработицы в конце 2009 г. речь практически идет о прямом снижении номинальной зарплаты, что очень болезненно и для населения, и для бюджета. Государственный долг Латвии может превысить 60% ВВП, и вступление в зону евро будет отложено на годы, что ставит под сомнение необходимость проведения политики валютной привязки.

Власти Латвии получили значительную помощь со стороны международного сообщества: 7,5 млрд евро, или практически 1/3 предкризисного размера экономики страны (32,5% к ВВП 2008 г.). Основными кредиторами выступили Европейский союз (3,1 млрд евро), МВФ (1,7 млрд евро, 1200% от квоты Латвии), Скандинавские страны (1,8 млрд евро), Всемирный банк (400 млн евро), Чешская Республика (400 млн евро), а также ЕБРР, Эстония и Польша (по 100 млн евро).

Рисунок 21: Внешний долг стран Балтии, 2000–2009 гг. (% ВВП)



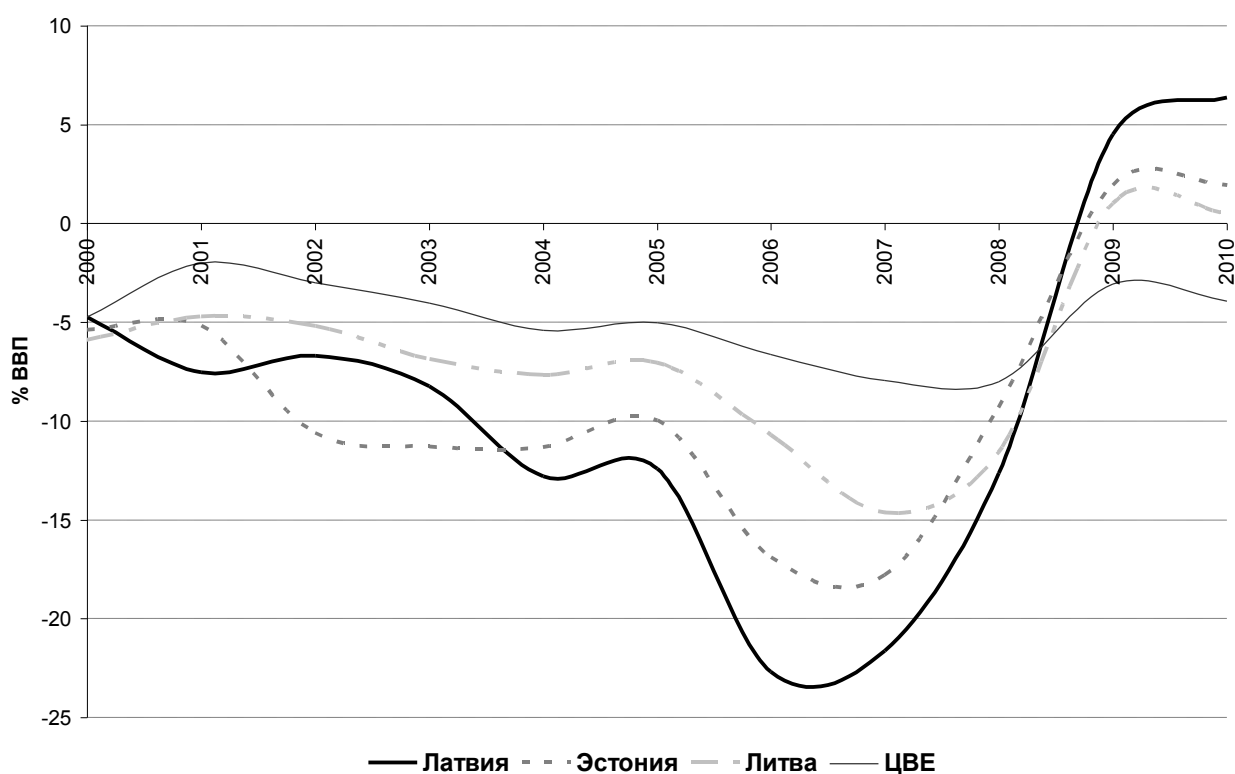
Источники: национальные центральные банки; МВФ

Решение оказать поддержку Латвии было принято весьма оперативно. Средства привлекались для обеспечения стабильности финансового сектора, укрепления государственного бюджета, а также развития предпринимательской деятельности и макроэкономической сферы. Пока международная помощь была направлена преимущественно на финансирование дефицита госбюджета и рефинансирование государственного долга (Рисунок 21). Дефицит государственного бюджета по итогам года составил 1,3 млрд евро (7,1% ВВП).

Для противодействия кризису страны Балтии не смогли использовать инструменты фискальной политики. Вместо стимулирования экономики путем расширения государственных расходов они были вынуждены существенно секвестрировать бюджеты. Таким образом, госрасходы здесь играют проциклическую роль.

Тяжелый кризис привел к предсказуемому, но неожиданному по масштабам улучшению внешнеторгового и платежного баланса (Рисунок 22). Экспорт сократился главным образом по причине собственно кризиса, но еще больше снизился импорт из-за падения спроса при высоком курсе валюты. Конечно, это не решает проблемы стран Балтии, но хотя бы способствует постепенному сжатию кредита до приемлемого уровня.

Рисунок 22: Дефицит платежного баланса в странах Балтии и ЦВЕ (% ВВП)



Источник: МВФ

Уроки и перспективы

Опыт быстрой трансформации стран Балтии за прошедшие 20 лет можно в целом оценить как успешный. В то же время к глубокому кризису в конце 2000-х годов привели и некоторые не совсем удачные действия их правительств и бизнеса. Прежде всего отметим интенсивную деиндустриализацию и значительную политизацию приватизации. Очевидно, услуг, транзита и туризма недостаточно для устойчивого роста. Поздно пришло осознание необходимости кооперации с российскими регионами, более широкой торговли с Востоком. Иллюзорность возможности стабильного развития вопреки законам экономической географии была продемонстрирована строгим и объективным экзаменатором – кризисом.

Другим реализованным системным риском была чрезмерная кредитная экспансия на средства зарубежных банков, которые в условиях внешнего шока вынуждены проводить антикризисную политику в своих странах и для своих собственников.

Трудно обеспечивать устойчивый рост на базе личного потребления и инвестиций в строительство и недвижимость. Это универсальная мировая проблема, но в странах Балтии она наложилась на высокие ожидания населения приблизить образ жизни к стандартам Старой Европы. Наконец, жесткая привязка национальных валют к евро лишила денежные власти необходимых инструментов адаптации²⁶. (Вспомним аргентинский кризис начала 2000-х годов, который в условиях фиксированного курса валюты (и девальвации у соседей) привел к длительному застою.)

Хотя в 2010 г. в большинстве стран будет наблюдаться некоторое оживление экономической активности, темпы падения ВВП в Латвии и Литве, как ожидается, составят порядка 4%, только в Эстонии будет стагнация. Специалисты МВФ и Европейской комиссии на 2011 г. прогнозируют экономический рост в странах региона на уровне 2–4%. Пока эти прогнозы вызывают слишком большие сомнения.

Перспективы перехода стран Балтии к новому этапу роста во многом будут зависеть от подъема в странах – потребителях их товаров и услуг. Но это скорее необходимое, чем достаточное условие. Важнейшей составляющей новой экономической политики в регионе должно стать развитие промышленного производства. Тогда в течение 5–7 лет это может принести определенные плоды.

При жестко фиксированном курсе своих валют страны Балтии проиграют в конкурентной борьбе. Серьезной проблемой здесь считается высокая стоимость рабочей силы, но в ряде стран ЦВЕ зарплаты заметно выше, чем в Балтии, и это не мешает их развитию. Вопрос в том, что могут предложить своим соседям страны Балтии. Они должны выпускать высококачественные конкурентоспособные товары и включиться в производственные цепочки в России и ЕС.

В условиях ограниченности кредитных ресурсов в мире после финансового кризиса и ужесточения регулирования на немедленный кредитный бум рассчитывать не приходится. Потребуется немало политических и экономических усилий, чтобы привлечь новые инвестиции в страны Балтии, демпфируя накопившиеся проблемы (закрытие Игналинской АЭС, сокращение транзита и пр.).

²⁶ Мы не верим в политическую возможность отказа стран Балтии, даже Латвии, от привязки к евро.

С учетом предшествующего роста снижение уровня жизни населения во время кризиса не выглядит драматическим – даже сильнейший спад в Латвии «вернул» страну лишь на уровень 2004 г. (для развитых стран, растущих средним темпом 2% в год, это означало бы возврат более чем на 15 лет), но экономистам и политикам придется разрабатывать долгосрочные программы восстановления роста и уровня жизни населения. Следующий подъем неизбежен, но он не будет таким интенсивным, как предыдущий.

Статистическое приложение

В настоящем разделе мы приводим данные о динамике ключевых макроэкономических показателей поквартально за 2007-2011 гг. с акцентом на странах Балтии и странах Центральной и Восточной Европы. Большинство индикаторов приведено в процентных отклонениях от предкризисного уровня – 2 кв. 2008 г. Мы считаем, что подобное измерение наиболее полно отражает аспекты макроэкономической динамики в кризисный период и особенно период послекризисного восстановления, поскольку снимает эффект меняющейся базы.

Ряды всех приведенных показателей – в сопоставимых ценах, сезонно сглаженные, если не указано иное. Таблица 25 приводит основные факторы и характеристики динамики госдолга крупнейших развитых стран и стран Южной Европы в 2007-2011 гг. Таблица 26 и Рисунок 23 отражают результаты статистического анализа макроэкономической динамики в странах ЕС в период 2 кв. 2008 г. – 4 кв. 2011 г. Они представляют особый интерес в контексте сопоставления скоростей падения показателей и восстановления европейских экономик, а также факторов данного восстановления.

Таблица 13: Реальный ВВП, % отклонение от уровня 2 кв. 2008 г.

	2007				2008				2009				2010				2011			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
<i>Балтия</i>																				
Эстония	0,2	0,7	1,7	0,8	-0,9	0,0	-1,1	-9,6	-13,8	-17,3	-18,3	-17,5	-17,5	-15,2	-14,6	-12,2	-9,6	-8,4	-7,5	-8,3
Латвия	-2,8	-0,7	0,2	0,8	0,1	0,0	-6,2	-7,8	-16,7	-17,6	-23,3	-22,4	-21,5	-21,5	-20,8	-19,8	-19,0	-17,5	-16,3	-15,6
Литва	-6,7	-4,3	-2,0	-0,4	-0,2	0,0	-1,0	-1,6	-14,9	-15,4	-15,2	-15,9	-15,5	-14,9	-14,0	-12,2	-10,9	-9,5	-8,3	-7,3
<i>Проч. ЦВЕ</i>																				
Болгария	-7,7	-6,1	-4,8	-2,8	-1,3	0,0	1,3	1,7	-4,7	-4,6	-4,2	-7,3	-6,2	-4,7	-4,0	-3,7	-3,2	-2,7	-2,4	-2,1
Чехия	-4,3	-4,6	-3,0	-1,5	-1,0	0,0	0,2	-1,4	-4,7	-5,7	-5,4	-4,5	-3,8	-2,9	-2,2	-1,6	-1,1	-0,9	-1,0	-
Венгрия	-1,8	-1,9	-1,6	-1,1	0,3	0,0	-0,9	-3,1	-6,3	-7,5	-8,3	-8,0	-7,1	-6,7	-6,0	-5,8	-5,2	-5,0	-4,6	-4,3
Польша	-6,9	-5,4	-4,1	-2,0	-0,7	0,0	0,8	0,4	0,8	1,3	1,8	3,3	4,0	5,1	6,6	7,6	8,7	9,9	11,0	12,2
Румыния	-9,7	-8,0	-6,4	-4,1	-1,1	0,0	-0,5	-1,9	-5,1	-6,9	-7,4	-8,4	-8,4	-8,2	-8,8	-8,4	-7,2	-6,5	-4,8	-
Словения	-5,9	-4,6	-2,8	-2,4	-0,8	0,0	0,4	-3,4	-8,8	-9,3	-9,0	-9,1	-9,0	-8,0	-7,6	-7,0	-7,4	-7,4	-7,8	-8,5
Словакия	-9,2	-7,0	-4,8	1,0	-1,3	0,0	1,3	2,4	-6,3	-5,0	-3,7	-2,4	-1,5	-0,7	0,2	1,0	1,7	2,6	3,4	4,4
Хорватия	-3,4	-2,6	-1,8	-1,0	-0,5	0,0	-0,4	-1,1	-5,7	-6,1	-6,7	-6,6	-7,2	-7,5	-7,2	-7,4	-7,4	-7,0	-6,9	-

Источник: Евростат, расчеты авторов

Таблица 14: Реальный объем инвестиций в основной капитал, % отклонение от уровня 2 кв. 2008 г.

	2007				2008				2009				2010				2011			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
<i>Балтия</i>																				
Эстония	13,0	12,5	7,2	5,6	2,0	0,0	-10,4	-19,3	-33,3	-43,7	-45,1	-46,6	-50,0	-47,3	-50,5	-41,8	-39,7	-39,4	-33,8	-
Латвия	15,2	11,2	6,1	3,0	6,8	0,0	-12,5	-16,7	-28,4	-35,3	-48,6	-49,3	-55,4	-53,5	-45,5	-46,7	-42,3	-41,9	-33,3	-
Литва	-5,1	0,3	0,8	2,1	-1,8	0,0	-5,7	-15,0	-33,3	-42,9	-48,6	-47,0	-49,2	-45,3	-37,9	-37,1	-34,7	-33,7	-32,1	-29,7
<i>Проч. ЦВЕ</i>																				
Болгария	-19,4	-22,2	-18,7	-14,3	-9,6	0,0	-2,0	-0,4	-8,6	-14,9	-17,9	-29,5	-30,7	-33,1	-35,4	-30,1	-29,6	-27,5	-37,2	-
Чехия	-4,9	-6,8	-8,4	-4,6	4,3	0,0	-3,8	-10,1	-12,3	-13,4	-13,9	-14,6	-18,3	-14,3	-10,4	-11,0	-19,4	-11,7	-12,1	-
Венгрия	-4,7	-4,3	-3,7	-2,2	-0,4	0,0	-0,5	-2,8	-8,2	-10,5	-13,3	-15,1	-18,4	-19,4	-20,7	-22,8	-23,3	-25,3	-27,0	-
Польша	-14,2	-11,5	-7,2	-4,8	-2,1	0,0	-0,3	-0,3	-0,1	-2,2	-2,5	-2,4	-4,0	-2,1	-1,5	-0,3	2,3	4,6	7,4	10,5
Румыния	-24,6	-19,4	-13,6	-7,2	-4,2	0,0	0,1	-1,8	-1,3	-28,7	-29,4	-31,1	-30,7	-32,8	-40,4	-33,0	-33,6	-33,1	-32,6	-
Словения	-14,8	-11,1	-7,4	-6,6	-1,4	0,0	-1,1	-11,7	-23,1	-26,5	-26,2	-28,4	-30,9	-29,9	-33,3	-35,1	-36,7	-39,3	-40,1	-40,8
Словакия	-10,5	-7,4	-4,1	-3,5	-4,9	0,0	-5,3	-11,9	-19,3	-26,2	-26,0	-24,8	-14,5	-16,8	-14,9	-12,6	-13,0	-11,1	-9,9	-
Хорватия	-7,5	-11,3	-8,5	-9,0	1,4	0,0	-4,7	-5,9	-9,0	-12,6	-14,8	-16,6	-21,6	-24,3	-22,9	-23,3	-26,8	-29,8	-29,4	-

Источник: Евростат, расчеты авторов

Таблица 15: Реальный объем конечного потребления домохозяйств, % отклонение от уровня 2 кв. 2008 г.

	2007				2008				2009				2010				2011			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
<i>Балтия</i>																				
Эстония	4,0	4,3	4,1	5,2	2,1	0,0	-3,0	-8,2	-13,6	-16,9	-20,2	-21,1	-20,1	-19,9	-19,2	-18,5	-17,2	-16,6	-15,3	-
Латвия	3,4	3,2	2,9	3,0	3,6	0,0	-3,9	-10,5	-20,6	-24,9	-27,1	-26,8	-25,4	-25,8	-24,5	-23,0	-22,7	-22,0	-20,4	-
Литва	-7,7	-5,8	-5,1	-0,6	0,6	0,0	-1,6	-3,4	-15,4	-16,8	-18,8	-21,6	-23,0	-23,4	-21,4	-21,0	-19,3	-18,1	-17,4	-14,9
<i>Проч. ЦВЕ</i>																				
Болгария	-6,4	-3,7	-2,0	-0,3	1,6	0,0	-0,6	-2,2	-5,5	-6,9	-8,1	-9,3	-9,2	-8,6	-8,8	-8,5	-8,1	-7,6	-7,1	-
Чехия	-4,1	-3,6	-2,4	-2,7	-2,2	0,0	0,7	0,4	-0,1	-0,4	-1,2	-1,0	0,2	0,0	-0,4	-0,3	-0,1	-0,3	-0,8	-
Венгрия	-0,3	-1,0	-0,7	0,2	0,5	0,0	-0,7	-3,7	-5,6	-5,7	-9,2	-8,8	-9,0	-10,0	-8,8	-9,4	-9,5	-9,4	-9,1	-
Польша	-6,5	-5,5	-4,5	-3,7	-1,5	0,0	0,5	1,8	1,9	1,8	2,5	3,3	4,2	4,9	6,3	7,0	7,8	8,8	9,2	9,6
Румыния	-13,6	-11,2	-10,7	-5,5	-0,4	0,0	-0,6	-7,9	-10,6	-13,4	-12,9	-13,2	-14,1	-13,5	-14,3	-14,3	-14,2	-13,6	-11,8	-
Словения	-6,3	-4,9	-3,0	-2,0	-1,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,4	-0,4	-0,7	-1,0	-1,1	-1,1	-0,5	-0,9	-0,9	-1,0	-1,5
Словакия	-7,9	-5,9	-4,4	-2,9	-0,7	0,0	0,8	1,7	0,7	1,1	0,7	-0,3	0,0	-0,4	-0,2	-0,2	-0,3	-0,5	-0,8	-
Хорватия	-3,0	-2,2	-0,9	-0,1	0,5	0,0	-2,0	-3,7	-6,9	-8,5	-9,9	-10,7	-10,2	-10,5	-9,5	-9,7	-9,8	-9,6	-9,8	-

Источник: Евростат, расчеты авторов

Таблица 16: Реальный объем конечного государственного потребления (госрасходы), % отклонение от уровня 2 кв. 2008 г.

	2007				2008				2009				2010				2011			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
<i>Балтия</i>																				
Эстония	-7,2	-3,9	-3,3	-2,4	-0,3	0,0	1,9	0,6	-0,5	-0,4	-2,2	-1,0	-0,9	-2,4	-3,2	-2,0	-1,2	-0,2	2,0	-
Латвия	-3,5	-2,2	-1,0	-0,5	-0,4	0,0	-0,2	-0,2	-2,9	-5,7	-12,8	-15,5	-15,9	-16,7	-17,2	-22,8	-14,9	-15,2	-15,4	-
Литва	-1,1	0,4	-1,9	0,4	-0,7	0,0	0,5	0,4	-0,6	-0,8	-2,7	-3,0	-4,0	-5,1	-4,4	-5,5	-4,3	-4,4	-4,7	-4,9
<i>Проч. ЦВЕ</i>																				
Болгария	1,2	0,1	0,1	0,6	-0,3	0,0	-0,7	0,4	-2,9	-3,5	-4,4	-7,4	-6,2	-7,3	-6,7	-6,0	-6,0	-5,5	-5,5	-
Чехия	-0,6	-2,3	-1,4	2,1	-1,5	0,0	1,7	2,2	3,0	3,2	6,0	5,6	4,6	4,7	6,4	4,3	4,2	3,7	3,2	-
Венгрия	-2,7	-2,2	-1,2	0,8	0,3	0,0	0,9	-2,3	-1,0	-0,8	-2,1	0,1	-3,4	-2,4	-2,4	-3,8	-2,1	-2,9	-2,6	-
Польша	-7,7	-6,1	-5,4	-4,5	-2,0	0,0	1,6	2,4	2,9	2,4	2,6	3,9	5,6	6,1	8,1	8,3	6,7	7,3	6,7	7,7
Румыния	-12,4	-6,8	-24,6	13,4	-2,6	0,0	-0,2	-0,1	3,6	3,0	-1,1	0,3	-0,1	-1,6	-1,2	-5,5	-8,8	-0,9	-2,8	-
Словения	-6,8	-5,2	-4,1	-1,9	-0,4	0,0	1,1	4,5	3,1	4,2	4,7	4,8	5,1	5,3	5,9	6,7	6,6	3,9	4,7	4,0
Словакия	-5,2	-8,6	-6,1	-4,5	-2,2	0,0	2,2	1,6	3,2	8,1	6,1	8,9	9,1	9,0	8,6	6,0	6,1	4,3	5,4	-
Хорватия	-3,3	-3,0	-1,2	-0,9	-1,8	0,0	0,4	2,0	0,9	0,6	-0,2	-1,6	-0,4	-1,7	-1,1	-0,7	-1,3	-0,4	-1,2	-

Источник: Евростат, расчеты авторов

Таблица 17: Реальный объем экспорта, % отклонение от уровня 2 кв. 2008 г.

	2007				2008				2009				2010				2011			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
<i>Балтия</i>																				
Эстония	-2,2	0,1	-4,0	-0,4	1,2	0,0	0,9	-6,2	-17,8	-21,4	-19,6	-19,2	-13,3	-6,3	2,3	12,0	17,7	24,2	28,1	-
Латвия	-6,3	-4,4	-2,1	1,6	0,7	0,0	-1,5	-4,3	-17,5	-16,6	-15,5	-12,4	-10,9	-7,7	-3,1	-0,3	2,7	5,8	8,2	-
Литва	-16,6	-14,7	-10,4	-18,3	-12,6	0,0	-4,4	-11,6	-16,9	-21,0	-17,8	-13,3	-12,4	-5,6	-1,6	6,3	8,1	9,8	10,9	13,2
<i>Проч. ЦВЕ</i>																				
Болгария	-8,3	-5,1	-6,3	-2,2	0,4	0,0	-3,1	-7,8	-14,0	-16,3	-14,6	-8,9	-8,9	-2,5	9,0	4,9	10,8	9,4	11,2	-
Чехия	-9,4	-10,2	-6,8	-2,6	0,3	0,0	-3,5	-12,3	-17,3	-16,4	-10,4	-8,8	-5,0	-2,0	4,6	5,2	12,5	11,0	13,8	-
Венгрия	-10,9	-8,9	-5,8	-4,5	2,2	0,0	-2,6	-8,6	-16,1	-14,5	-11,0	-7,5	-4,4	-0,6	1,8	4,3	9,2	8,1	9,6	-
Польша	-10,9	-10,9	-8,0	-4,8	-2,5	0,0	0,9	-8,2	-14,9	-11,8	-8,7	-6,6	-4,0	0,1	1,9	3,4	4,3	5,7	8,5	11,1
Румыния	-11,6	-14,5	-10,9	-0,4	-1,6	0,0	-2,1	-9,6	-10,0	-9,8	-5,8	-5,6	-1,5	5,9	6,0	11,8	21,7	12,5	15,4	-
Словения	-7,5	-5,7	-3,1	-3,2	1,2	0,0	-2,1	-10,1	-21,5	-21,9	-20,3	-17,8	-16,4	-13,6	-11,3	-10,9	-8,4	-6,5	-5,3	-5,0
Словакия	-6,1	-7,5	-5,3	1,3	3,4	0,0	-1,7	-7,3	-22,8	-19,8	-15,8	-10,1	-9,2	-6,0	-1,5	3,1	7,1	6,3	4,1	-
Хорватия	-4,9	-4,0	-5,3	-5,1	-3,0	0,0	0,0	-2,8	-18,6	-21,0	-18,1	-16,8	-14,3	-15,7	-15,9	-13,0	-19,4	-15,2	-18,0	-

Источник: Евростат, расчеты авторов

Таблица 18: Реальный объем импорта, % отклонение от уровня 2 кв. 2008 г.

	2007				2008				2009				2010				2011			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
<i>Балтия</i>																				
Эстония	5,5	6,1	3,1	0,6	4,4	0,0	-1,8	-13,5	-30,2	-37,1	-36,4	-33,3	-29,0	-23,0	-18,5	-12,3	-2,7	0,9	6,3	-
Латвия	8,9	8,6	7,4	5,1	2,7	0,0	-5,6	-13,3	-32,6	-38,2	-37,4	-36,1	-34,2	-31,5	-27,0	-23,2	-19,7	-16,5	-14,0	-
Литва	-14,7	-11,8	-10,8	-11,0	-3,3	0,0	-3,4	-12,6	-29,6	-32,5	-30,7	-29,4	-27,0	-22,6	-16,4	-10,1	-9,3	-8,5	-8,9	-6,0
<i>Проч. ЦВЕ</i>																				
Болгария	-10,2	-12,9	-9,2	-6,1	-4,0	0,0	-7,9	-10,8	-24,2	-25,2	-26,5	-25,9	-25,4	-23,1	-22,6	-18,0	-17,9	-17,3	-16,4	-
Чехия	-8,1	-8,6	-3,6	-2,6	1,0	0,0	-2,5	-12,6	-16,5	-18,0	-11,7	-11,8	-8,1	-3,8	6,2	1,5	8,3	7,0	9,5	-
Венгрия	-11,6	-11,0	-7,9	-6,4	0,0	0,0	-4,5	-12,6	-20,8	-21,2	-17,4	-14,3	-12,6	-9,2	-5,9	-4,3	-0,3	-3,7	-2,8	-
Польша	-11,3	-11,4	-9,1	-6,4	-2,1	0,0	-0,9	-8,0	-14,7	-18,0	-13,2	-11,5	-6,0	-2,0	-2,1	0,2	2,0	2,6	3,0	5,2
Румыния	-16,2	-14,4	-9,1	1,0	1,2	0,0	-1,7	-14,1	-23,8	-26,5	-22,3	-23,0	-18,2	-13,0	-14,9	-12,1	-5,9	-6,9	-6,1	-
Словения	-10,0	-7,0	-3,3	-2,9	0,1	0,0	-1,3	-10,2	-23,7	-24,6	-21,3	-21,6	-20,4	-17,5	-16,9	-15,4	-13,7	-13,4	-12,3	-12,3
Словакия	-6,7	-7,8	-5,9	1,0	2,7	0,0	-2,7	-7,5	-20,6	-24,2	-18,3	-15,7	-11,1	-10,4	-2,1	-2,6	-1,0	-0,7	-3,8	-
Хорватия	-7,0	-7,2	-9,5	-7,4	-0,6	0,0	-4,1	-14,4	-21,0	-24,1	-26,3	-24,9	-24,9	-27,8	-23,9	-24,1	-28,9	-32,1	-30,1	-

Источник: Евростат, расчеты авторов

Таблица 19: Сальдо счета текущих операций, % к ВВП (рассчитано по номинальным показателям без сезонной корректировки)

	2007				2008				2009				2010				2011			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
<i>Балтия</i>																				
Эстония	-20,8	-14,4	-15,1	-14,1	-17,2	-9,6	-7,4	-4,8	-1,5	3,4	6,9	5,9	0,2	2,1	7,1	4,4	-1,5	2,2	7,3	
Латвия	-24,3	-22,8	-24,7	-18,4	-16,9	-15,0	-12,9	-8,0	1,1	13,6	9,2	10,5	8,6	5,5	-0,3	-0,8	1,1	0,9	-3,7	
Литва	-14,3	-17,4	-12,8	-13,5	-20,3	-16,9	-10,8	-4,7	-0,5	1,7	3,8	12,8	-0,8	4,9	-1,3	2,9	-0,9	-2,7	2,1	
<i>Проч. ЦВЕ</i>																				
Болгария	-31,7	-23,4	-15,2	-31,7	-27,1	-27,6	-10,9	-28,7	-17,4	-13,6	2,7	-9,6	-8,1	-4,0	13,2	-8,5	1,8	0,8	10,9	
Чехия	2,2	-6,2	-7,1	-5,4	3,3	-5,2	-2,0	-4,1	1,0	-5,2	-3,7	-1,5	1,6	-2,9	-9,1	-1,6	2,4	-6,1	-4,4	
Венгрия	-7,8	-7,6	-6,2	-7,5	-6,6	-5,7	-8,0	-8,8	-3,3	0,6	1,3	0,2	1,1	1,6	1,1	0,7	0,9	2,1	1,5	
Польша	-5,6	-7,0	-5,7	-6,3	-6,4	-6,9	-6,1	-6,8	-2,9	-3,7	-3,7	-5,0	-2,9	-3,1	-5,9	-6,3	-3,5	-3,6	-5,2	
Румыния	-12,5	-15,7	-11,8	-13,8	-13,2	-17,5	-10,2	-7,4	-1,8	-6,8	-3,0	-4,7	-6,0	-8,4	-2,8	-2,1	-3,9	-7,6	-4,4	-1,6
Словения	-1,8	-3,1	-6,0	-7,7	-5,5	-5,9	-8,0	-8,1	-3,1	0,9	-3,0	-0,1	0,0	-1,3	-0,9	-1,0	-0,6	0,7	-0,9	
Словакия	1,5	-6,7	-6,3	-8,6	-2,0	-10,8	-3,9	-7,9	-5,8	-1,9	-0,3	-2,6	-1,6	-2,3	-5,3	-4,4	1,0	-1,9	0,2	
Хорватия	-20,5	-12,7	17,5	-17,7	-23,2	-15,3	14,7	-16,4	-17,2	-7,6	14,8	-13,3	-12,6	-0,7	15,1	-9,2	-13,6	0,2	20,9	

Источник: Евростат, расчеты авторов

Таблица 20: Реальный объем промпроизводства, % отклонение от уровня 2 кв. 2008 г.

	2007				2008				2009				2010				2011			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
<i>Балтия</i>																				
Эстония	-4,1	1,5	0,7	0,1	-1,4	0,0	-2,5	-16,3	-24,7	-30,4	-28,8	-27,1	-20,8	-18,1	-11,9	-2,4	4,1	3,4	3,6	-2,2
Латвия	3,7	0,2	-0,2	-0,2	5,9	0,0	-5,0	-10,3	-18,5	-19,9	-21,7	-18,3	-13,5	-10,5	-5,4	-3,6	-4,4	0,3	2,1	1,8
Литва	-13,4	-8,6	-5,8	-14,0	-5,2	0,0	-2,9	-15,1	-18,2	-19,4	-17,9	-21,6	-20,5	-16,1	-11,7	-8,1	-8,4	-8,0	-5,7	-8,2
<i>Проч. ЦВЕ</i>																				
Болгария	-5,8	-4,7	-2,7	-0,9	-1,5	0,0	-2,5	-7,8	-19,8	-20,8	-21,6	-20,4	-22,5	-19,7	-17,6	-16,2	-15,0	-14,3	-14,9	-15,3
Чехия	-2,0	-2,6	-1,2	0,0	1,3	0,0	-5,2	-11,3	-17,0	-17,4	-16,1	-13,9	-11,7	-9,4	-6,1	-4,4	-2,1	-1,3	-1,9	-0,6
Венгрия	-5,6	-4,7	-1,1	-0,4	1,1	0,0	-2,8	-12,7	-21,2	-22,2	-20,3	-19,6	-16,5	-12,3	-9,9	-11,4	-6,7	-8,4	-8,1	-7,4
Польша	-6,6	-5,4	-3,0	-0,4	3,0	0,0	-2,0	-6,8	-8,4	-6,3	-4,6	-2,0	1,5	3,9	7,1	7,1	9,1	11,3	13,1	16,5
Румыния	-6,2	-5,6	-4,5	-1,5	1,9	0,0	-2,0	-7,8	-10,1	-9,4	-7,7	-5,7	-6,6	-3,7	-2,4	0,5	2,5	1,9	3,5	3,6
Словения	-7,4	-6,3	-4,5	-4,6	-1,6	0,0	-2,4	-12,8	-19,4	-24,0	-21,0	-19,8	-20,2	-16,6	-14,9	-13,8	-13,5	-13,3	-14,1	-14,1
Словакия	-10,7	-9,0	-7,2	-2,4	-0,5	0,0	-2,5	-13,6	-22,5	-20,8	-14,9	-12,0	-7,2	-1,7	-1,6	2,8	4,1	5,9	4,0	5,9
Хорватия	-1,7	-2,2	-1,7	-1,3	1,1	0,0	-1,7	-3,4	-8,9	-8,4	-10,9	-11,1	-8,7	-12,6	-10,8	-12,6	-13,2	-11,5	-12,6	-12,2

Источник: Евростат, расчеты авторов

Таблица 21: Уровень потребительских цен, % отклонение от уровня 2 кв. 2008 г.

	2007				2008				2009				2010				2011			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
<i>Балтия</i>																				
Эстония	-12,1	-10,3	-8,2	-5,4	-2,2	0,0	1,8	1,7	0,2	-0,5	0,1	-0,2	1,6	2,8	3,9	5,3	6,8	7,9	9,4	9,6
Латвия	-17,0	-14,9	-12,0	-8,4	-3,2	0,0	1,0	1,1	4,4	3,1	1,1	-0,3	0,3	1,5	1,4	2,1	4,4	6,2	5,9	6,0
Литва	-12,6	-11,2	-9,1	-6,4	-2,7	0,0	1,1	1,5	4,5	3,9	3,4	2,7	4,1	4,8	5,3	6,4	8,0	9,9	10,2	10,1
<i>Проч. ЦВЕ</i>																				
Болгария	-13,5	-12,8	-8,3	-5,4	-2,0	0,0	2,2	1,4	2,0	2,6	2,4	3,1	4,4	5,2	6,1	7,7	9,2	8,9	9,2	9,9
Чехия	-7,5	-6,2	-5,9	-3,9	-0,9	0,0	0,1	-0,8	0,8	0,8	-0,2	-0,3	1,2	1,8	1,6	2,1	3,0	3,8	3,8	4,9
Венгрия	-7,8	-6,2	-5,6	-4,0	-1,6	0,0	-0,4	-0,8	1,2	3,7	4,4	4,6	7,0	8,9	8,3	9,4	11,9	12,7	12,3	13,8
Польша	-5,3	-4,1	-3,8	-2,5	-1,2	0,0	0,2	0,7	2,8	4,2	4,1	4,6	5,7	6,7	6,7	7,6	9,9	10,7	10,4	12,5
Румыния	-9,2	-8,0	-5,9	-3,5	-1,3	0,0	1,0	2,7	5,3	5,9	6,0	7,5	9,8	10,4	14,2	16,1	18,6	19,3	18,2	19,7
Словения	-8,8	-6,4	-5,9	-4,0	-2,8	0,0	-0,7	-2,3	-1,2	0,2	-0,7	-0,2	0,6	2,3	1,4	2,0	2,9	3,9	3,7	4,1
Словакия	-4,5	-4,1	-4,1	-2,7	-1,0	0,0	0,3	0,7	0,8	0,7	0,4	0,8	1,0	1,4	1,5	2,0	4,8	5,6	5,9	6,7
Хорватия	-7,7	-6,8	-6,0	-4,0	-2,8	0,0	-0,2	-1,2	0,5	1,9	0,7	0,6	1,7	2,6	2,1	2,3	4,3	4,6	4,3	4,5

Источник: Евростат, расчеты авторов

Таблица 22: Издержки на единицу труда в текущих ценах, % отклонение от уровня 2 кв. 2008 г.

	2007				2008				2009				2010				2011			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
<i>Балтия</i>																				
Эстония	-20,5	-14,2	-10,4	-8,8	-6,1	0,0	1,6	-1,0	-2,8	-0,5	-2,8	-6,8	-8,0	-3,1	-3,8	-5,5	-6,2	1,2	0,9	-
Латвия	-28,3	-19,3	-16,6	-11,3	-7,2	0,0	0,4	2,8	-1,1	4,0	-2,2	-3,5	-7,6	-1,2	-2,7	-3,1	-5,5	1,9	0,8	-
Литва	-22,4	-16,8	-10,2	-9,8	-3,0	0,0	4,3	-0,4	-1,0	-5,8	-7,1	-11,2	-11,7	-12,3	-8,7	-10,7	-10,7	-10,0	-5,2	-
<i>Проч. ЦВЕ</i>																				
Болгария	-21,9	-17,8	-12,4	-7,7	-6,4	0,0	5,3	10,1	10,3	14,0	16,0	22,2	21,7	24,2	27,7	31,4	31,2	39,9	40,3	-
Чехия	-9,9	-5,7	1,6	3,0	-1,2	0,0	4,9	10,8	4,9	3,5	11,2	16,4	1,9	4,0	17,0	20,6	5,1	8,2	23,1	-
Венгрия	-11,3	-7,2	-4,8	7,1	-3,4	0,0	2,4	15,1	1,6	5,0	3,4	13,8	0,7	3,0	4,5	10,6	6,5	8,2	8,7	-
Польша	-11,9	-9,4	-4,6	-1,1	-0,4	0,0	4,5	6,5	5,1	6,1	8,2	12,8	6,2	8,3	9,2	13,6	10,0	13,2	15,1	-
Румыния	-23,9	-18,2	-15,6	-9,1	-10,2	0,0	1,9	9,5	7,8	12,6	12,6	16,1	15,0	17,4	18,8	21,6	20,3	25,7	28,1	-
Словения	-9,3	-7,6	-0,5	1,3	-1,5	0,0	10,9	10,8	4,4	5,8	13,8	6,9	9,1	6,0	14,4	11,8	12,0	10,5	16,6	-
Словакия	-10,9	-5,8	-0,2	9,5	-4,5	0,0	4,6	14,1	3,4	5,4	6,9	13,8	2,5	4,2	10,0	18,3	6,4	11,0	17,9	-
Хорватия	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Источник: Евростат, расчеты авторов

Таблица 23: Реальный эффективный обменный курс (дефлятор – потребительские цены), % отклонение от уровня 2 кв. 2008 г.

	2007				2008				2009				2010				2011			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
<i>Балтия</i>																				
Эстония	-8,7	-7,6	-5,8	-3,7	-1,1	0,0	0,7	2,3	2,7	0,9	1,2	0,9	-0,5	-1,3	-0,8	0,2	-0,3	0,9	1,7	-
Латвия	-13,8	-11,9	-9,7	-6,7	-2,2	0,0	-0,6	1,1	6,4	5,0	3,2	0,7	-1,6	-2,4	-2,9	-3,0	-2,4	-1,7	-0,7	-
Литва	-8,1	-7,6	-6,5	-4,2	-1,7	0,0	0,1	2,3	7,5	6,4	4,8	4,8	3,8	2,1	2,0	2,6	2,5	3,5	4,8	-
<i>Проч. ЦВЕ</i>																				
Болгария	-10,1	-10,6	-7,6	-5,5	-1,8	0,0	0,3	1,3	3,9	3,4	3,5	3,5	2,1	0,5	0,7	1,3	2,5	3,6	3,7	-
Чехия	-15,1	-15,6	-14,1	-10,0	-2,1	0,0	2,3	-2,5	-7,6	-5,1	-1,9	-3,8	-3,9	-4,0	-1,7	-1,6	0,2	0,4	0,5	-
Венгрия	-6,2	-4,0	-5,0	-4,5	-5,0	0,0	3,9	-6,6	-13,4	-9,4	-3,3	-3,4	-2,5	-4,8	-7,9	-5,5	-4,1	-0,7	-3,5	-
Польша	-14,3	-12,1	-11,8	-7,9	-5,0	0,0	2,1	-9,1	-21,5	-19,9	-14,9	-14,3	-11,0	-12,6	-12,8	-11,4	-10,7	-10,2	-14,1	-
Румыния	2,1	5,0	8,0	2,8	-1,8	0,0	1,7	-2,5	-9,0	-7,4	-8,1	-8,1	-4,3	-7,6	-6,5	-6,2	-3,9	-0,2	-2,9	-
Словения	-4,5	-3,1	-2,6	-1,7	-1,3	0,0	-0,8	-1,0	0,8	1,4	0,9	1,2	-0,4	-0,2	-0,8	-1,2	-1,4	-1,3	-0,8	-
Словакия	-8,4	-7,5	-7,3	-6,7	-4,7	0,0	2,6	4,5	8,6	7,1	6,2	6,5	4,9	3,3	3,0	2,9	3,3	4,7	5,0	-
Хорватия	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Источник: Евростат, расчеты авторов

Примечание: чем выше реальный эффективный обменный курс, тем ниже конкурентоспособность; расчет против 36 стран-контрагентов во внешней торговле

Таблица 24: Реальный эффективный обменный курс (дефлятор – издержки на труд), % отклонение от уровня 2 кв. 2008 г.

	2007				2008				2009				2010				2011			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
<i>Балтия</i>																				
Эстония	-13,8	-10,6	-7,7	-4,6	-2,0	0,0	0,2	0,8	1,9	0,8	-0,9	-2,0	-4,8	-7,3	-8,1	-7,8	-7,9	-6,5	-5,8	-
Латвия	-22,9	-17,5	-12,4	-7,2	-2,3	0,0	-1,3	-3,3	-4,5	-9,0	-12,6	-16,0	-19,1	-21,3	-22,3	-22,0	-21,4	-20,6	-19,9	-
Литва	-6,8	-6,5	-5,6	-3,7	-1,6	0,0	-0,3	0,1	1,0	-1,0	-3,5	-5,1	-8,1	-10,6	-11,7	-11,6	-11,8	-10,8	-10,2	-
<i>Проч. ЦВЕ</i>																				
Болгария	-10,0	-8,3	-7,0	-5,2	-2,9	0,0	0,7	4,0	8,8	10,9	11,9	12,6	10,1	7,8	7,8	9,6	12,0	15,1	18,1	-
Чехия	-12,6	-13,0	-11,8	-7,7	-2,7	0,0	1,9	-3,1	-9,8	-7,1	-3,7	-4,8	-5,8	-5,6	-3,3	-2,3	-0,9	-0,2	-0,4	-
Венгрия	-4,3	-1,5	-2,3	-2,2	-4,4	0,0	4,0	-6,5	-14,5	-12,4	-8,5	-8,9	-10,3	-13,9	-16,9	-14,3	-12,8	-9,5	-11,4	-
Польша	-18,0	-15,6	-14,5	-9,8	-6,0	0,0	2,4	-10,4	-24,6	-24,5	-20,2	-19,0	-15,3	-15,8	-15,2	-13,5	-12,9	-12,7	-16,8	-
Румыния	-17,4	-10,9	-4,5	-4,8	-5,3	0,0	1,9	-5,7	-17,0	-18,2	-20,3	-20,8	-18,0	-19,3	-19,6	-19,0	-16,8	-13,9	-15,7	-
Словения	-2,4	-2,1	-1,9	-1,5	-0,8	0,0	0,2	2,1	5,6	6,8	7,2	7,9	6,6	5,4	5,0	5,3	5,1	5,6	5,8	-
Словакия	-7,7	-6,5	-6,6	-6,4	-5,3	0,0	3,4	5,5	10,6	11,3	11,0	11,2	9,3	7,5	6,7	6,8	6,6	7,3	7,8	-
Хорватия	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Источник: Евростат, расчеты авторов

Примечание: чем выше реальный эффективный обменный курс, тем ниже конкурентоспособность; расчет против 36 стран-контрагентов во внешней торговле

Таблица 25: Параметры динамики долга крупнейших развитых стран

	ВВП, накоп. 2008-11(о), %	Инфл., накоп. 2008-11(о), %	Первичный дефицит бюджета, % ВВП					Дох. по 10-летн. гособл., %		Уровень валового госдолга, % ВВП		Кредитн. рейтинг (Fitch)	
			2007	2008	2009	2010	2011 (о)	Сен. 2008	Дек. 2011	2007	2011 (о)	Сен. 2008	Дек. 2011
<i>Развитые лидеры</i>													
США	0,6	8,5	-0,7	-4,5	-10,9	-8,4	-8,0	3,8	2,1	62,3	100,0	AAA/ст.	AAA/ст.
Япония	-4,0	-0,8	-1,9	-3,4	-9,4	-8,1	-8,9	1,4	1,0	187,7	233,1	AA/ст.	AA/н.
Германия	2,2	6,5	2,7	2,5	-0,8	-1,2	0,4	4,2	2,2	65,0	82,6	AAA/ст.	AAA/ст.
Франция	0,3	6,7	-0,3	-0,6	-5,3	-4,9	-3,4	4,4	3,1	64,2	86,9	AAA/ст.	AAA/ст.
Великобритания	-2,7	14,3	-1,1	-3,3	-8,5	-7,7	-5,6	4,5	2,4	43,9	80,8	AAA/ст.	AAA/ст.
<i>Южная Европа</i>													
Италия	-4,6	8,5	3,3	2,2	-1,0	-0,3	0,5	4,8	6,0	103,6	121,1	AA-/ст.	A+/н.
Испания	-2,2	8,7	3,0	-3,1	-9,9	-7,8	-4,4	4,5	5,2	36,1	67,4	AAA/ст.	AA-/н.
Греция	-12,5	13,7	-2,0	-4,8	-10,3	-4,9	-1,3	4,9	32,4	105,4	165,6	A/поз.	CCC/-
Португалия	-3,0	6,7	-0,4	-0,7	-7,4	-6,3	-1,9	4,7	13,4	68,3	106,0	AA/ст.	BVB-/н.

Источник: IMF, Fitch, расчеты авторов;

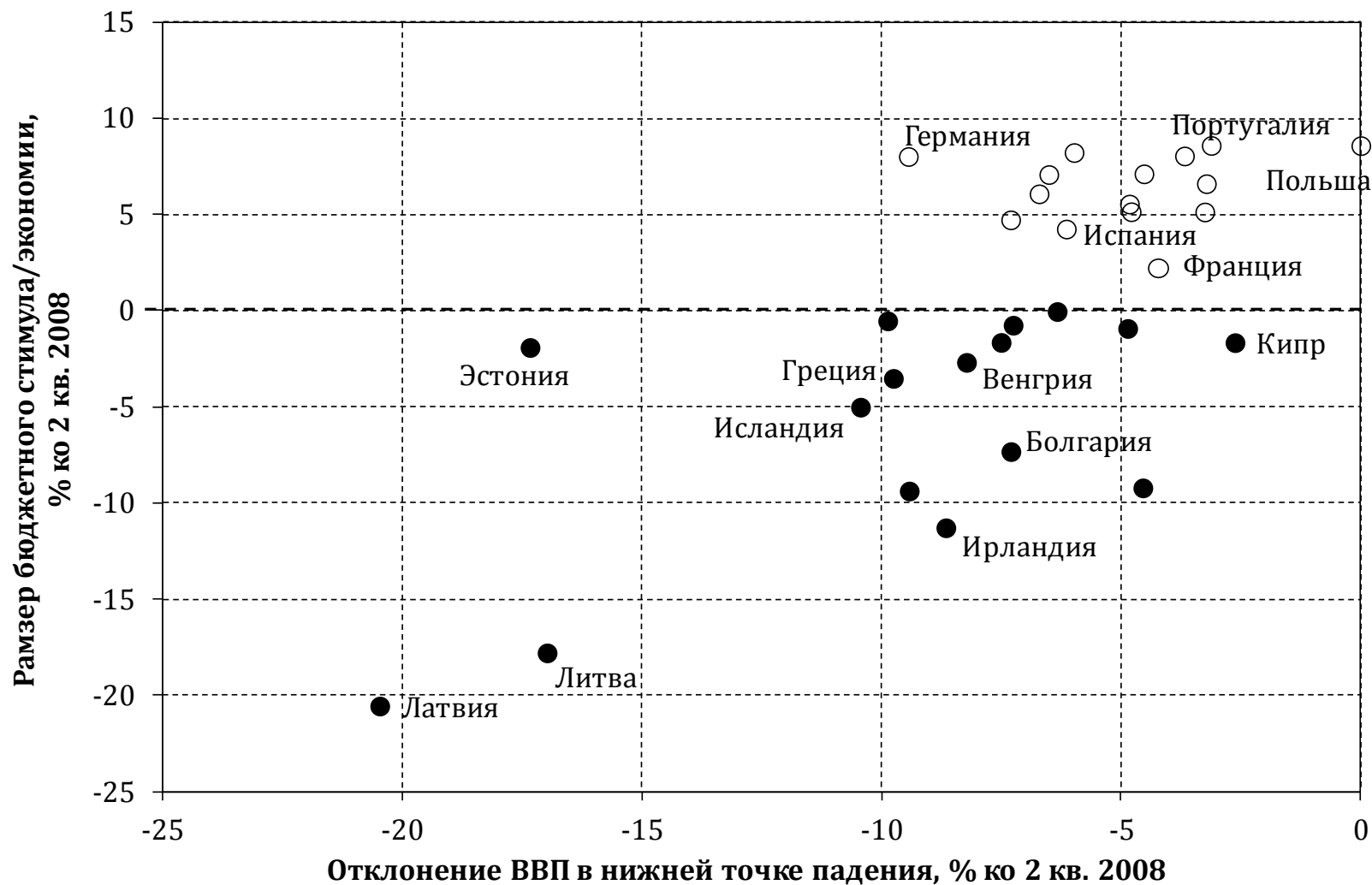
Таблица 26: Максимальные снижения и текущие значения показателей национальных счетов, % отклонение от значений 2 квартала 2008 г.

Страна	ВВП			Потребление д/х			Инвестиции			Госрасходы			Экспорт			Импорт		
	Мин	Кв. ²⁷	Q4-11	Мин	Кв.	Q4-11	Мин	Кв.	Q4-11	Мин	Кв.	Q4-11	Мин	Кв.	Q4-11	Мин	Кв.	Q4-11
Бельгия	-4,2	Q1-09	0,4	-1,2	Q1-09	4,6	-8,5	Q1-10	-5,0	0,0	Q2-08	2,0	-17,3	Q2-09	-2,1	-15,7	Q2-09	-1,6
Болгария	-7,3	Q4-09	-2,1	-9,2	Q4-09	-6,8	-37,2	Q3-11	-37,2	-7,3	Q4-09	-5,5	-16,3	Q2-09	11,1	-26,6	Q3-09	-16,4
Чехия*	-4,8	Q2-09	1,3	-0,8	Q3-11	-0,8	-14,0	Q1-10	-3,0	0,0	Q2-08	0,6	-17,0	Q1-09	1,7	-14,5	Q2-09	-2,6
Дания	-7,3	Q2-09	-4,5	-6,4	Q1-09	-3,5	-22,0	Q1-10	-17,3	0,0	Q2-08	2,2	-13,1	Q4-09	-1,9	-16,0	Q2-09	-5,4
Германия	-6,5	Q1-09	0,9	-0,3	Q4-09	2,6	-10,0	Q2-09	0,1	0,0	Q2-08	7,1	-18,0	Q2-09	6,5	-11,5	Q2-09	12,8
Эстония	-17,3	Q3-09	-9,6	-23,2	Q1-10	-17,3	-47,0	Q2-10	-30,7	-1,9	Q1-10	16,4	-21,6	Q2-09	33,0	-37,3	Q2-09	11,9
Ирландия*	-8,7	Q4-09	-7,6	-11,1	Q3-11	-11,1	-60,7	Q3-11	-60,7	-11,3	Q3-11	-11,3	-5,4	Q3-09	6,9	-11,6	Q3-09	-7,8
Греция**	-9,8	Q4-10	-9,6	-9,7	Q4-10	-8,6	-33,6	Q1-11	-33,6	-3,5	Q1-11	-3,5	-25,5	Q4-09	-20,0	-31,3	Q1-11	-31,3
Испания	-4,8	Q4-09	-3,9	-5,8	Q3-09	-5,4	-30,8	Q4-11	-30,8	0,0	Q2-08	0,3	-15,8	Q2-09	9,1	-22,2	Q3-09	-17,5
Франция	-3,3	Q1-09	0,4	-0,3	Q3-08	1,9	-12,1	Q1-10	-7,6	0,0	Q2-08	5,1	-14,2	Q2-09	1,0	-12,8	Q3-09	-0,1
Италия	-6,3	Q2-09	-3,8	-2,3	Q2-09	-0,2	-15,2	Q3-09	-12,7	-0,1	Q4-10	0,8	-22,1	Q2-09	5,7	-16,5	Q2-09	3,8
Кипр	-2,6	Q4-09	-1,0	-5,1	Q4-09	-3,1	-25,6	Q3-11	-25,6	-1,7	Q1-11	1,1	-15,6	Q2-09	-5,6	-23,6	Q4-09	-15,8
Латвия	-20,5	Q3-09	-13,8	-29,4	Q4-09	-22,0	-54,3	Q2-10	-31,0	-20,6	Q4-10	-13,2	-18,2	Q2-09	6,7	-38,6	Q4-09	-13,8
Литва	-17,0	Q4-09	-7,7	-22,2	Q4-10	-15,3	-52,0	Q1-10	-30,8	-17,8	Q4-11	-17,8	-18,9	Q2-09	15,5	-32,9	Q2-09	-6,4
Люксембург*	-7,3	Q2-09	-4,0	-0,3	Q4-08	2,7	-23,7	Q3-09	16,5	-0,8	Q4-08	9,4	-14,1	Q2-09	-9,6	-13,5	Q2-09	-2,0
Венгрия	-8,2	Q3-09	-3,6	-15,5	Q1-11	-15,1	-30,3	Q3-11	-30,3	-2,7	Q2-11	-2,3	-15,6	Q1-09	8,8	-21,0	Q2-09	-3,0
Мальта	-4,5	Q1-09	-1,0	-9,4	Q2-10	-8,4	-32,0	Q3-11	-32,0	-9,2	Q3-11	-9,2	-15,4	Q2-09	9,5	-24,8	Q2-09	-10,5
Нидерланды	-4,5	Q2-09	-1,7	-4,2	Q4-11	-4,2	-17,2	Q1-10	-12,3	0,0	Q2-08	6,7	-11,3	Q2-09	3,9	-10,9	Q2-09	3,8
Австрия	-4,8	Q2-09	0,5	0,0	Q2-08	3,5	-11,7	Q1-10	-8,3	-1,0	Q1-09	3,1	-20,2	Q2-09	-3,2	-16,3	Q2-09	-2,0
Польша	0,0	Q2-08	12,1	0,0	Q2-08	9,6	-4,6	Q1-10	11,0	0,0	Q2-08	7,6	-10,3	Q2-09	12,0	-19,7	Q2-09	2,5
Португалия*	-3,7	Q1-09	-3,5	-3,1	Q2-11	-3,1	-24,5	Q3-11	-24,5	0,0	Q2-08	3,1	-18,2	Q1-09	4,5	-15,8	Q1-09	-7,6
Румыния*	-9,4	Q3-10	-5,3	-14,0	Q1-10	-11,5	-33,9	Q3-10	-31,7	-9,4	Q1-11	-3,4	-9,9	Q2-09	16,4	-26,4	Q2-09	-6,0
Словения	-9,4	Q2-09	-8,9	-2,3	Q4-11	-2,3	-41,2	Q4-11	-41,2	0,0	Q2-08	4,0	-22,4	Q1-09	-5,4	-24,7	Q2-09	-12,4
Словакия	-6,0	Q1-09	4,1	-0,6	Q3-11	-0,6	-27,2	Q4-09	-10,2	0,0	Q2-08	5,1	-22,6	Q1-09	3,9	-24,3	Q2-09	-4,6
Финляндия	-9,9	Q2-09	-3,2	-4,5	Q1-09	3,4	-17,9	Q3-09	-7,7	-0,5	Q3-08	2,0	-28,2	Q1-10	-21,0	-20,0	Q2-09	-10,7
Швеция	-6,7	Q1-09	3,3	-3,1	Q4-08	4,5	-18,4	Q3-09	-4,3	0,0	Q2-08	6,1	-16,4	Q2-09	-0,3	-19,4	Q2-09	-0,1
Великобрит.	-6,1	Q3-09	-1,0	-4,0	Q2-09	-3,3	-19,4	Q4-09	-16,1	0,0	Q2-08	4,3	-12,9	Q2-09	4,5	-15,2	Q2-09	-4,2
Исландия*	-10,4	Q2-10	-5,4	-20,7	Q2-10	-14,0	-59,6	Q1-09	-55,7	-5,0	Q4-10	-4,8	-10,7	Q4-08	5,3	-36,3	Q2-09	-25,7
Норвегия	-3,1	Q3-10	3,4	-2,7	Q1-09	8,9	-17,8	Q1-10	-5,9	0,0	Q2-08	8,6	-9,3	Q4-10	-6,4	-13,3	Q1-09	1,9
Швейцария	-3,2	Q2-09	2,2	-0,1	Q4-08	4,4	-8,0	Q1-09	6,5	0,0	Q2-08	6,5	-15,6	Q2-09	-0,5	-11,0	Q2-09	-0,7
Хорватия*	-7,5	Q4-10	-6,9	-10,4	Q4-09	-9,5	-29,6	Q2-11	-29,2	-1,6	Q4-09	-1,3	-18,8	Q1-11	-17,4	-32,3	Q2-11	-30,3

Источник: Евростат, расчеты авторов; * – в колонке Q4-11 приведены данные за Q3-11; ** – в колонке Q4-11 приведены данные за Q1-11

²⁷ Квартал, в котором зафиксировано максимальное снижение показателя относительно 2 кв. 2008 г. Величина данного максимального снижения приведена в столбце «Мин».

Рисунок 23: Максимальное снижение ВВП и размер фискальной консолидации/стимула*, % отклонение от значений 2 квартала 2008 г.



Источник: Евростат, расчеты авторов;

* Если в квартале, в котором началось снижение реального ВВП, и в двух последующих, не наблюдалось снижение реального объема госзакупок, то считалось, что страна проводила стимулирующую бюджетно-налоговую политику в кризис – для подобных стран приведено максимальное положительное отклонение госзакупок от уровня 2 кв. 2008 г. за период Q2-08 – Q4-11; в противном случае приведено максимальное отрицательное отклонение госзакупок от уровня 2 кв. 2008 г.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. *Kindleberger C. P., Aliber R.* Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises. L.: Palgrave Macmillan, 2005;
2. *Григорьев Л., Салихов М.* Место и роль США в международной финансовой системе // США в поисках ответов на вызовы XXI века / Под ред. Э. В. Кириченко. М.: ИМЭМО РАН, 2010;
3. *Deaton A.* Understanding Consumption. Oxford: Clarendon Press, 1992;
4. *Feldstein M., Horioka C.* Domestic Savings and International Capital Flows // The Economic Journal. 1980. Vol. 90, No 358. P. 314–329;
5. *Giannone D., Lenza M.* The Feldstein–Horioka Fact // ECB Working Paper Series. 2008. WP No 873;
6. *Schmidt-Hebbel K., Servén L., Solitano A.* Saving and Investment: Paradigms, Puzzles, Policies // The World Bank Research Observer. 1996. Vol. 11, No 1 (Feb.). P. 108;
7. *Lozaya N., Schmidt-Hebbel K., Servén L.* Saving in Developing Countries: An Overview // The World Bank Economic Review. 2000. Vol. 14, No 3. P. 393–414;
8. World Economic Outlook. 2005. Ch. 2. P. 98–106;
9. *Dang V.* Institutional Determinants of Investments in Transition Economies // Brunel University WP Series. 2009. WP No 09-33;
10. *Григорьев Л., Иващенко А.* Теория цикла под ударом кризиса // Вопросы экономики. 2010. № 10;
11. *Bosworth B.* Saving and Investment in a Global Economy. Wash., DC: Brookings Institution Press, 1993;
12. *Schmidt-Hebbel K., Servén L.* Saving Across the World. The World Bank, 1997;
13. *Bernanke B.* The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit / Sandridge Lecture at Virginia Association of Economics, 2005;
14. *Bernanke B., Bertaut C., DeMarco L. P., Camin S.* International Capital Flows and the Returns to Safe Assets in the United States, 2003–2007 // International Finance Discussion Papers. 2011. No 1014;
15. *Eichengreen B.* Capital Flows and Crises. Cambridge, MA: The MIT Press, 2003

16. Григорьев Л., Салихов М., Курдин А. В мировой энергетике всё может быть... // Нефть России. 2009. № 8;
17. Оверченко М. Нефть потяжелела // Ведомости. 25 мая 2011 г.;
18. <http://www.bloomberg.com/news/2011-05-28/alwaleed-says-saudi-arabia-seeks-70-to-80-oil-to-preserve-sales-to-west.html>;
19. Belke A., Polleit T. Monetary Economics in Globalised Financial Markets. Springer. 2010;
20. Ведомости Верховного Совета СССР. 1989. № 25;
21. Григорьев Л. М., Салихов М. Р. ГУАМ. Пятнадцать лет спустя. М.: Regnum, 2007;
22. Самонис В. Трансформация литовской экономики: от Москвы к Вильнюсу и от плана к рынку. Варшава: CASE, 1995;
23. Григорьев Л. М. Экономические перспективы Восточной Балтики: конкуренция и сотрудничество. М.: Европа, 2005;
24. Гендлин В. Спокойной ночи, латыши // Деньги. 2002. 15 февраля;
25. Симонян Р. Х. Сравнительный анализ экономических реформ в России и странах Балтии // Мир России. 2007. № 3;
26. Ланко Д. А. Страны Балтии после распада СССР // СССР после распада / Под ред. О. Л. Маргания. СПб.: Экономическая школа, 2007;
27. Saarniit A. Share of Transit in Estonian Economy // Kroon & Economy. 2006. Jan.; Purju A. Transit Trade through Estonia: Problems and Developments // Baltic Rim Economies. 2008. Jan.;
28. Economic Forecast for 2007–2009 / Bank of Estonia, Spring 2007;
29. IMF Country Report No 07/255, Republic of Estonia: 2007. Article IV Consultation – Staff, July 2007;
30. Weisbort M., Ray R. Latvia's Recession: The Cost of Adjustment with an "Internal Devaluation" / CEPR. Wash., 2010;
31. Alvarez-Plata P., Engerer H. The Baltic States: No End to the Crisis in Sight // DIW Berlin Weekly Report. 2009. No 34.