

# КАК СТРАНЫ С РАЗВИВАЮЩИМИСЯ РЫНКАМИ БОРЮТСЯ С КРИЗИСАМИ?

**ВАЛЕРИЙ ЧЕРНООКИЙ**  
ПРОФЕССОР РЭШ

# МИССИЯ РЭШ



---

**СОВРЕМЕННОЕ ЭКОНОМИЧЕСКОЕ  
ОБРАЗОВАНИЕ И ИССЛЕДОВАНИЯ  
ДЛЯ РОССИЙСКОГО ОБЩЕСТВА,  
БИЗНЕСА И ГОСУДАРСТВА**

- **Образование**
- **Научные исследования**
- **Привлечение в Россию ученых мирового уровня**
- **Прикладные исследовательские проекты**

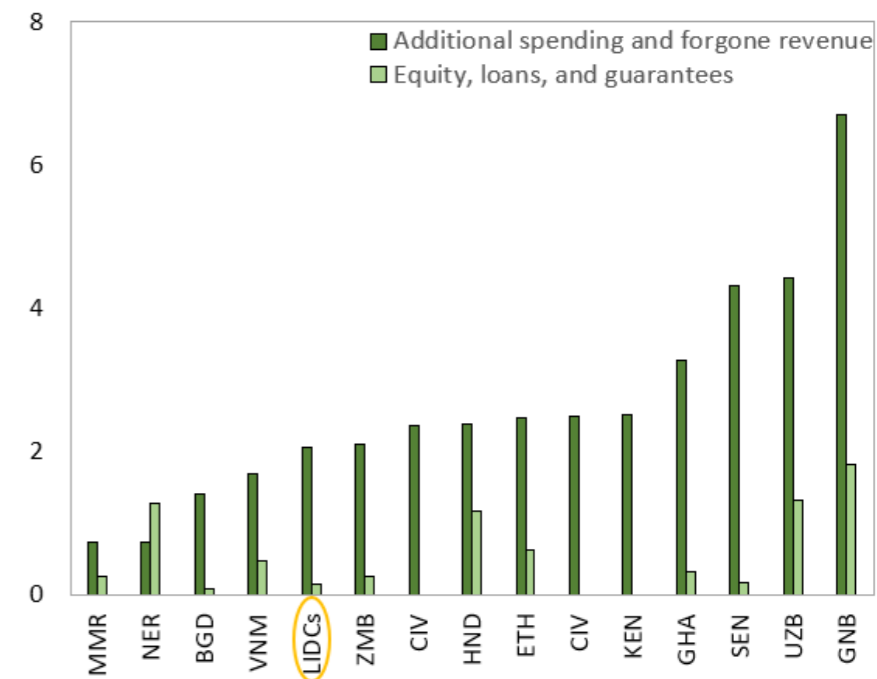
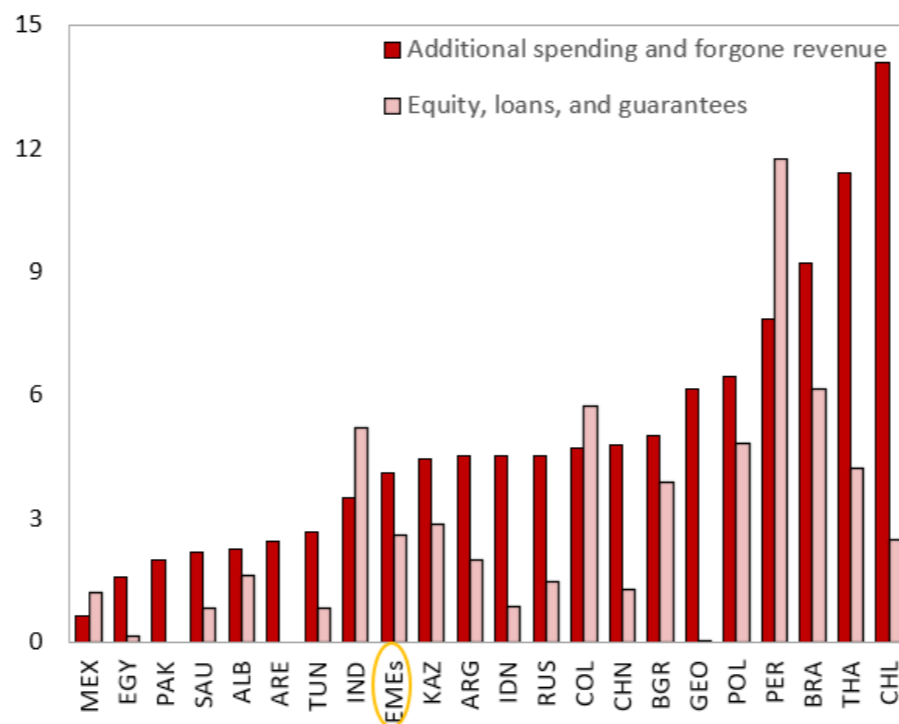
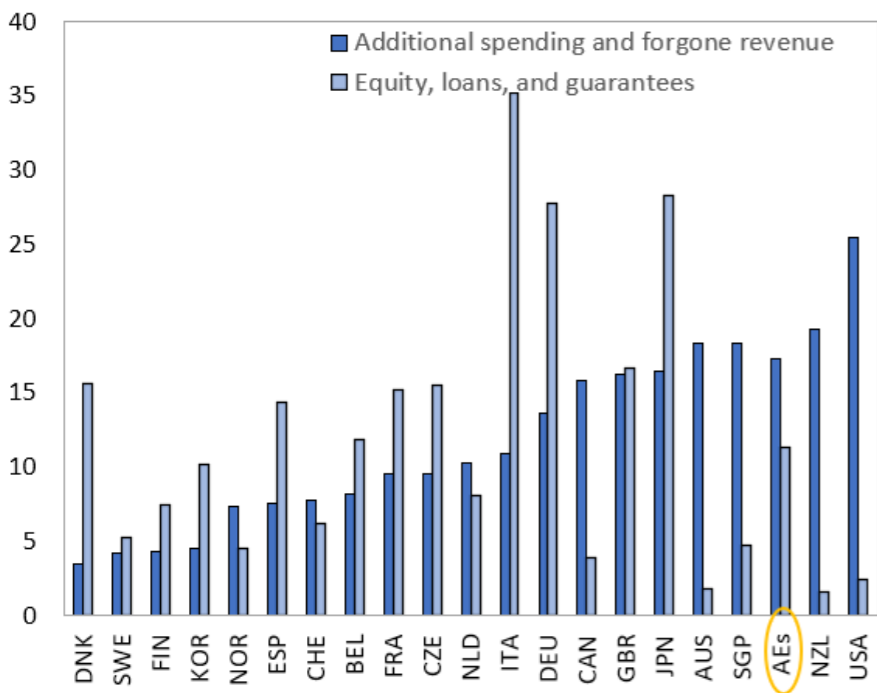
## Азиатский кризис (1997-1998 гг.)

- июль-август 1997: внезапная остановка притока капитала, падение курса рупии на 27%
- ноябрь-декабрь 1997: банковская паника (охвачены банки, контролирующие 50% активов), Банк Индонезии проводит мягкую денежную политику, масштабное вливание ликвидности в банковскую систему
- январь 1998: падение рупии в 3 раза, инфляция в 1998 г. составила 80%, падение ВВП на 13%

## Кризис COVID-19 (2020 г.)

- объем государственной поддержки экономики в размере 4.4% ВВП
- снижение ключевой ставки на 1.25 п.п., соглашение Банка Индонезии с правительством о прямом выкупе государственных облигаций на сумму более \$30 млрд (3% ВВП) в июле 2020 г.
- инфляция в 2020 г. составила 1.6%, падение ВВП на 2%

## Объем государственной поддержки экономики во время пандемии

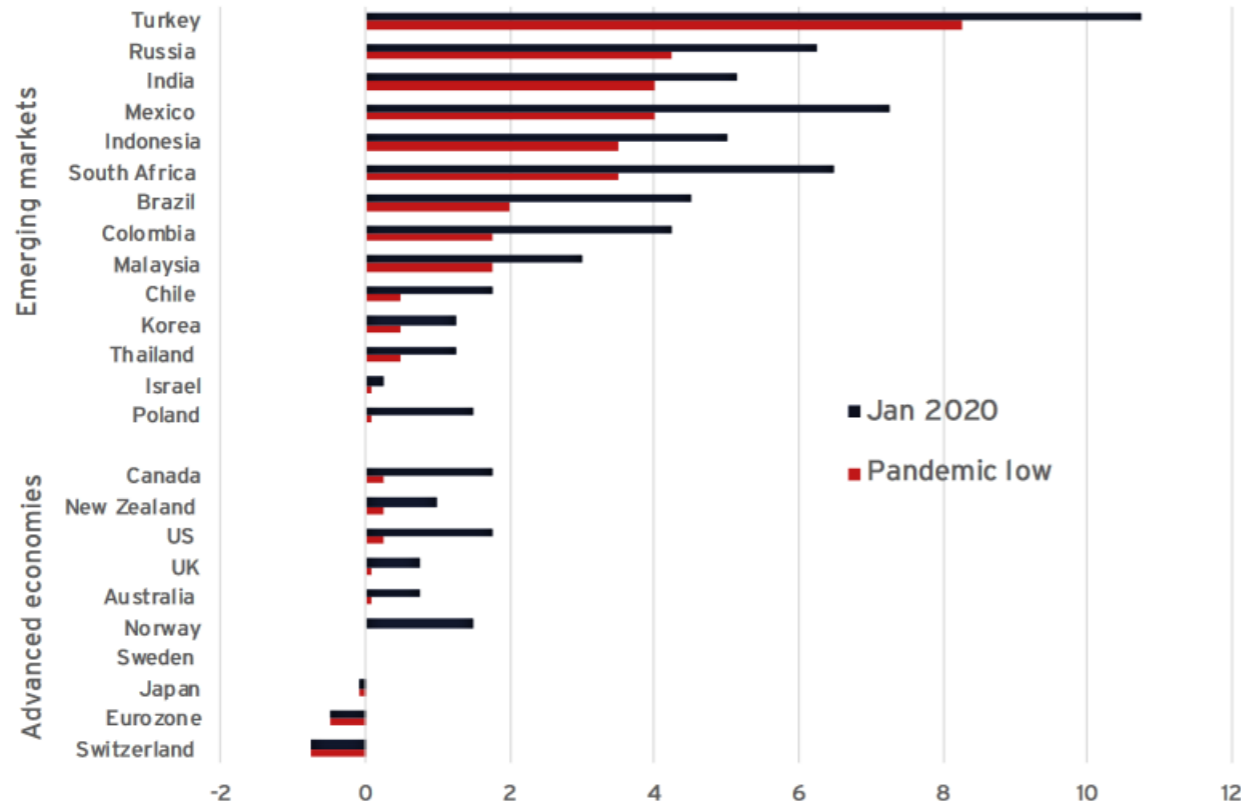


Sources: Database of Country Fiscal Measures in Response to the COVID-19 Pandemic; and IMF staff estimates.

Note: Estimates as of June 5, 2021. Numbers in U.S. dollar and percent of GDP are based on July 2021 World Economic Outlook Update unless otherwise stated. Country group averages are weighted by GDP in US dollars adjusted by purchasing power parity. Data labels use International Organization for Standardization country codes.

# КРЕДИТНО-ДЕНЕЖНАЯ ПОЛИТИКА ВО ВРЕМЯ КРИЗИСА COVID-19

**FIGURE 1 CENTRAL BANK POLICY RATES: PRE-COVID TO PANDEMIC LOW**

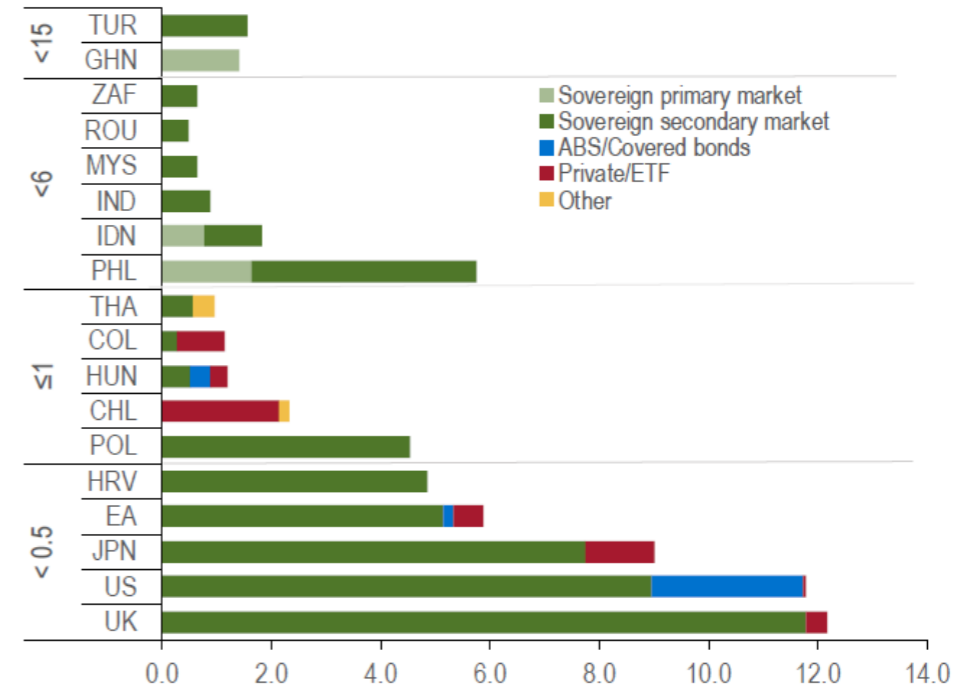


Source: Bloomberg.

Note: Emerging market central banks are categorised based on the Bank for International Settlements' definitions of "Developed" and "Emerging/Developing."

**FIGURE 2 CENTRAL BANK ASSET PURCHASES IN EMERGING MARKETS**

Asset purchases by country and asset (percent of GDP, data through October)



Note: ABS = asset-backed securities; APP = asset purchase program; ETF = exchange-traded fund.

Sources: Bloomberg Finance L.P.; Haver Analytics; national sources; World Bank; and IMF staff calculations.

# ЧТО ИЗМЕНИЛОСЬ ВО ВРЕМЯ КРИЗИСА COVID-19?

- Иная природа экономического шока?
- Более благоприятные для стран с развивающимися рынками внешние условия?
- Страны с развивающимися рынками были лучше подготовлены к кризису?

## 1. Высокая волатильность выпуска и потребления

- Значительная доля отраслей (сельское хозяйство, добывающая промышленность), подверженных негативным шокам предложения (природные и техногенные катастрофы, геополитические события)
- Высокая волатильность условий торговли (соотношения цен на экспорт и импорт)
- Сильная открытость экономики и зависимость от международных потоков капитала

## 2. Макроэкономическая и финансовая нестабильность

- Процикличность фискальной и монетарной политики
- Большой исторический опыт серьезных финансовых кризисов: суверенных дефолтов, валютных кризисов, банковских кризисов и гиперинфляций
- Низкий уровень доверия к проводимой политике: высокие премии за риск по суверенному долгу, долг в иностранной валюте и на короткий срок (первородный грех развивающихся стран), незаякоренные инфляционные ожидания



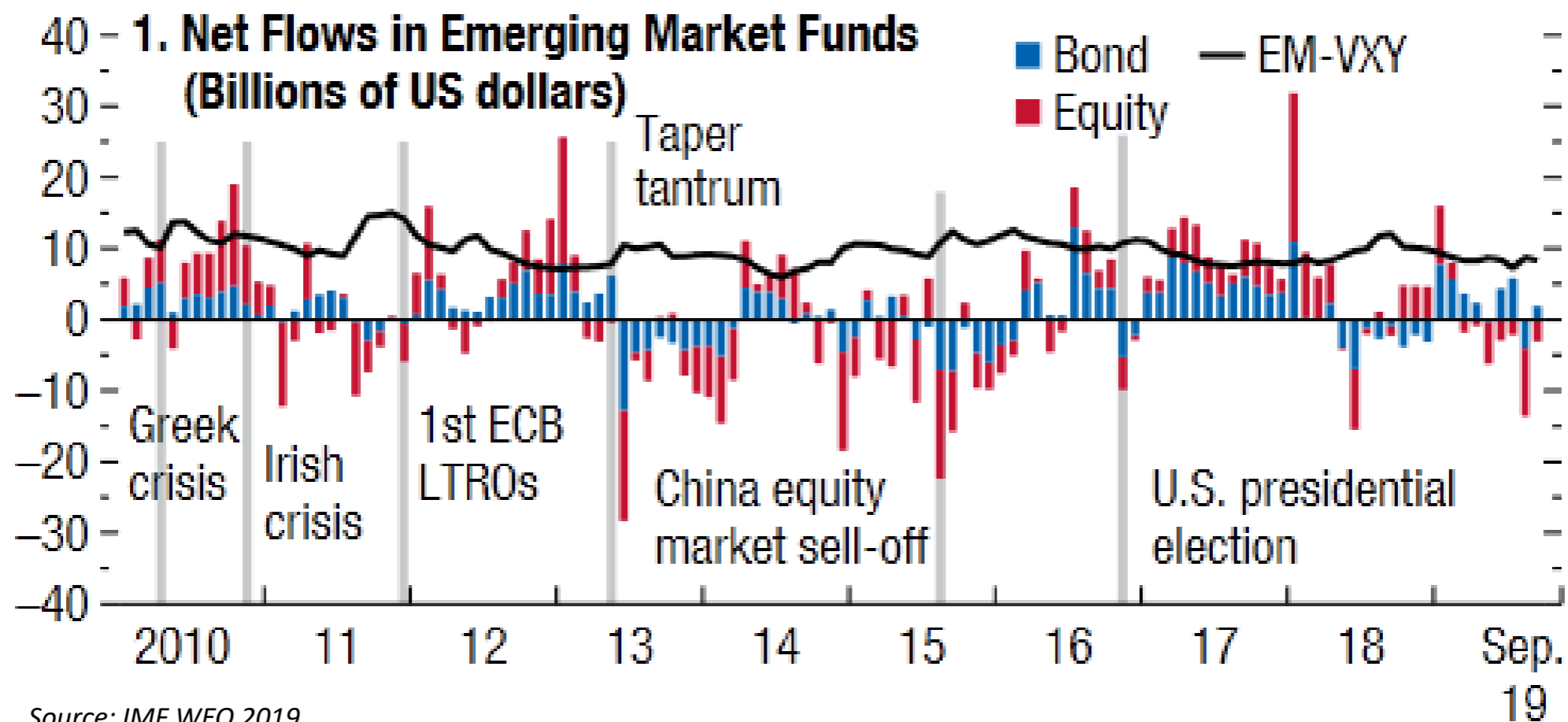
## 3. Структурные проблемы

- Незащищенность прав собственности
- Существенная роль государственного сектора, слабая конкуренция
- Высокая коррупция, капитализм для своих
- Неразвитая инфраструктура и низкий уровень человеческого капитала
- Проблемы в банковском секторе (высокая доля плохих кредитов, несоответствие валютной структуры активов и пассивов)

## 1. Кризисы платежного баланса

- Резкое ухудшение условий торговли и сокращение чистого экспорта
- Внезапная остановка притока иностранного капитала
  - высокая неопределенность в мировой экономике (снижение аппетита к рисковым активам)
  - кредитно-денежная политика в развитых странах (taper tantrum)
- Плавающий валютный курс - обесценение национальной валюты (shock absorber)
- Фиксированный валютный курс - валютные интервенции и/или девальвация национальной валюты

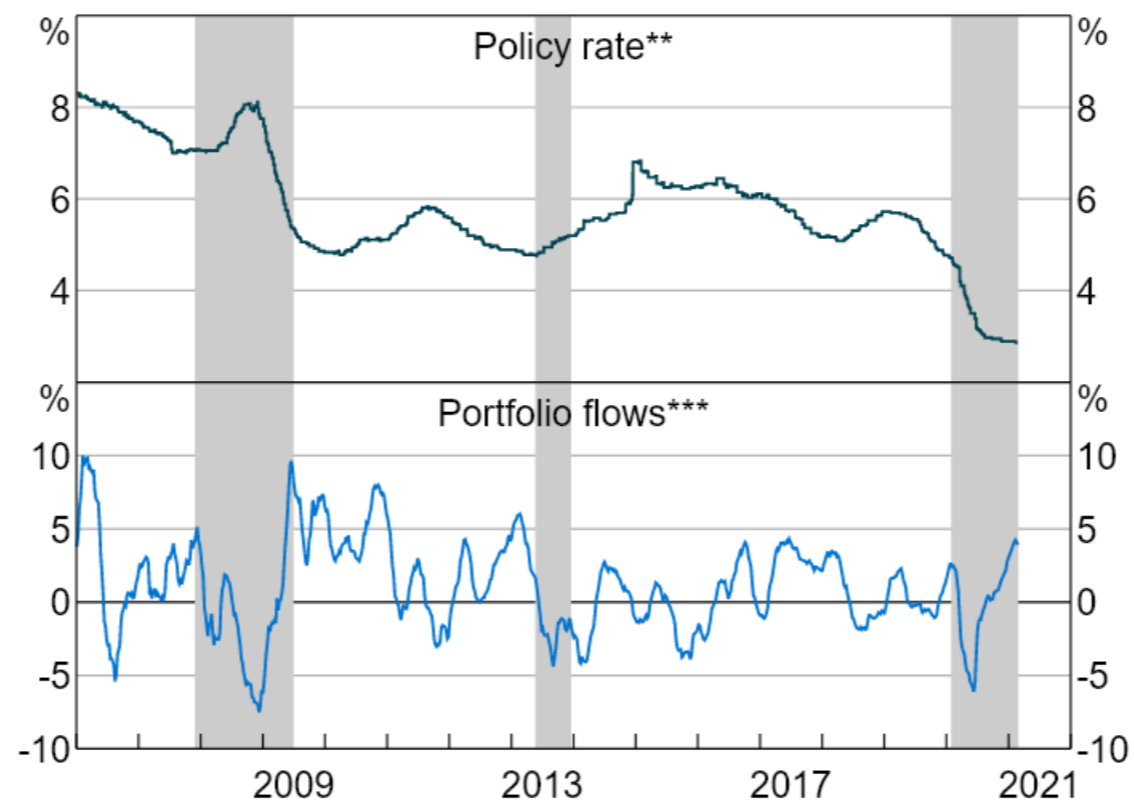
# ПОТОКИ КАПИТАЛА В СТРАНАХ С РАЗВИВАЮЩИМИСЯ РЫНКАМИ



## 2. Валютные кризисы

- Стимулирующие девальвации
  - Рост ценовой конкурентоспособности отечественных товаров - увеличение экспорта и сокращение импорта, рост промышленного производства и занятости
  - Чаще всего происходят при отказе от завышенного фиксированного курса, при наличии высокой безработицы и избыточных мощностей в промышленности
  - Выигрывают не все: потребители и производители товаров и услуг, ориентированных на внутренний рынок сталкиваются с ростом цен и затрат на импорт
- Сжимающие девальвации
  - Балансовые эффекты - несоответствие валютной структуры активов и пассивов
  - Перекрытие доступа экспортеров к торговым кредитам
  - Ужесточение кредитно-денежной политики для предотвращения роста инфляции и оттока капитала

# ОТТОК КАПИТАЛА И КРЕДИТНО- ДЕНЕЖНАЯ ПОЛИТИКА



\* Shaded areas show approximate periods of the Global Financial Crisis, Taper Tantrum, COVID-19

\*\* Average of India, Indonesia, Malaysia, Philippines, Thailand, Brazil, Mexico, Russia and South Africa

\*\*\* One-quarter rolling sum of net inflows to emerging market investment funds; per cent of assets under management

Sources: BIS; EPFR Global; RBA

## 3. Суверенные дефолты

- Высокий уровень внешнего государственного долга
- Государственный долг в иностранной валюте
- Краткосрочный государственный долг
- Низкие суверенные рейтинги и высокие премии за риск
- Высокая стоимость обслуживания внешнего долга

## 4. Высокая инфляция и гиперинфляция

- Низкая фискальная дисциплина, популизм, негативные шоки предложения и/или внешние шоки
- Зависимый от правительства центральный банк, квазифискальные меры
- Низкое доверие к проводимой кредитно-денежной политике, высокие инфляционные ожидания, высокие издержки снижения инфляции

## 1. Снижение зависимости от внешних шоков

- Фискальные правила и стабилизационные фонды
  - Медный фонд Чили, Фонд национального благосостояния России
- Хеджирование краткосрочных рисков, связанных с условиями торговли
  - Программа хеджирования цен на нефть в Мексике
- Структурные меры, направленные на диверсификацию экспорта
  - улучшение делового климата, вовлечение в глобальные цепочки производства, привлечение прямых инвестиций и трансфер технологий, создание промышленных и инновационных кластеров, экспортные субсидии и кредиты т.д.
  - успешные примеры: Чили, Малайзия, Мексика

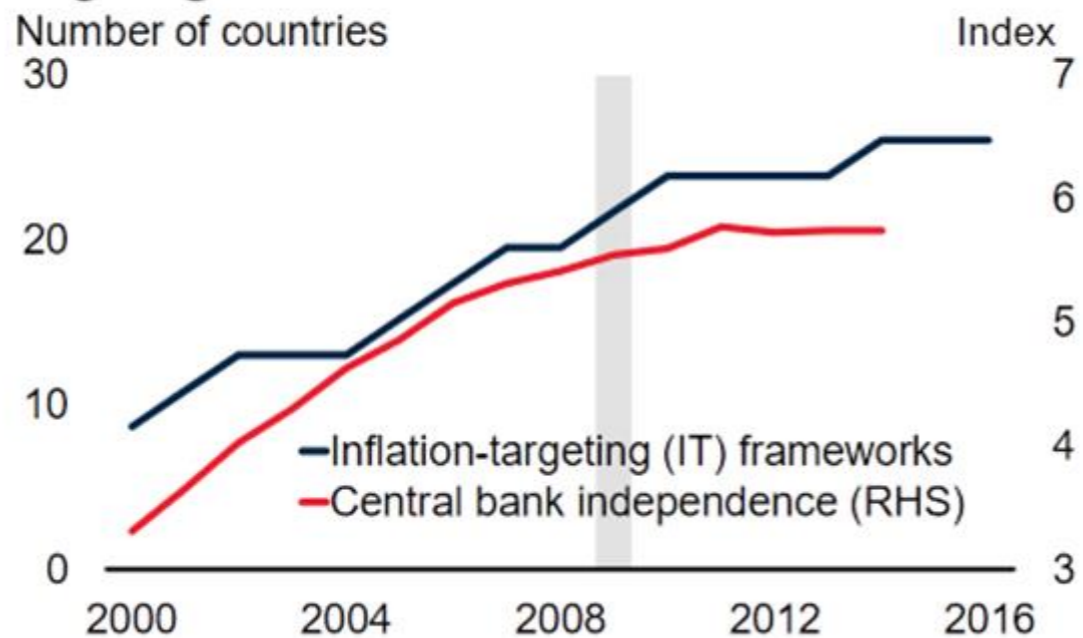


## 2. Стабилизация инфляции и инфляционное таргетирование

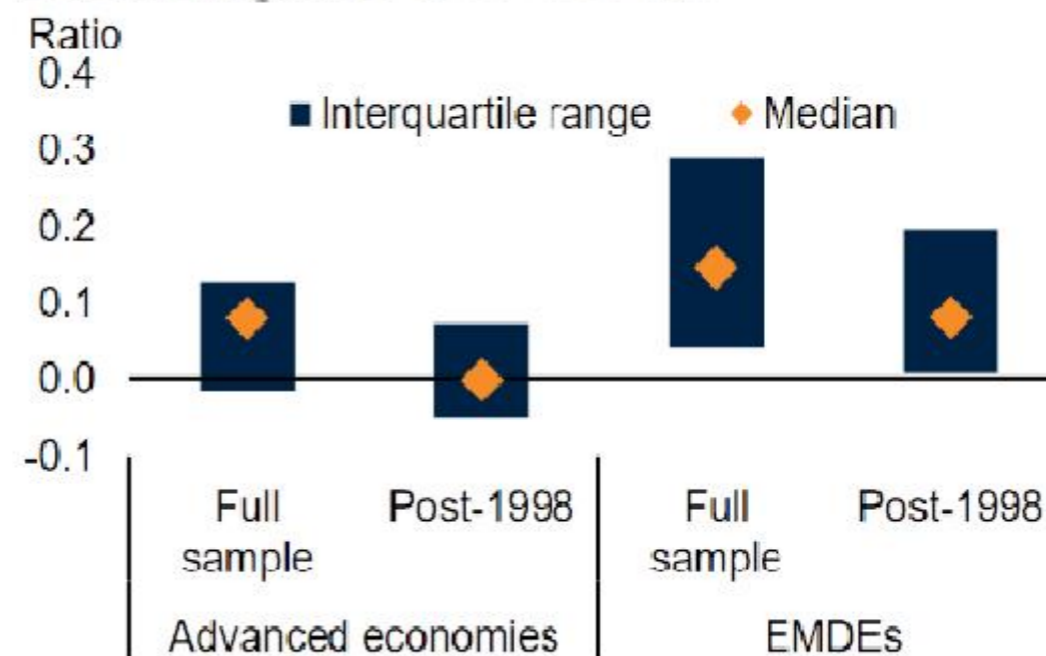
- Плавающий валютный курс
- Инфляционное таргетирование
  - Независимый центральный банк, явная цель по инфляции, повышение прозрачности решений
  - Позволяет заякорить инфляционные ожидания
  - Снижает эффект переноса валютного курса на инфляцию и увеличивает пространство для контрциклической кредитно-денежной политики

# КАК СТРАНЫ С РАЗВИВАЮЩИМИСЯ РЫНКАМИ ГОТОВЯТСЯ К КРИЗИСАМ

**A. Central bank independence and inflation targeting frameworks**



**B. Exchange rate pass-through**



Source: Ha, Stocker & Yilmazkuday (2020)

## 3. Макропруденциальная политика и ограничения на движение капитала

- Ограничения на движение краткосрочного капитала (налоги на приток капитала, установление минимального срока инвестиций, лимиты на долю нерезидентов и т.д.)
  - налог на приток капитала в Бразилии
- Макропруденциальная политика
  - Контрциклические буферы капитала
  - Ограничения на заимствования в иностранной валюте
  - Микропруденциальные лимиты на кредиты с высокой долговой нагрузкой или на необеспеченные кредиты с длинным сроком

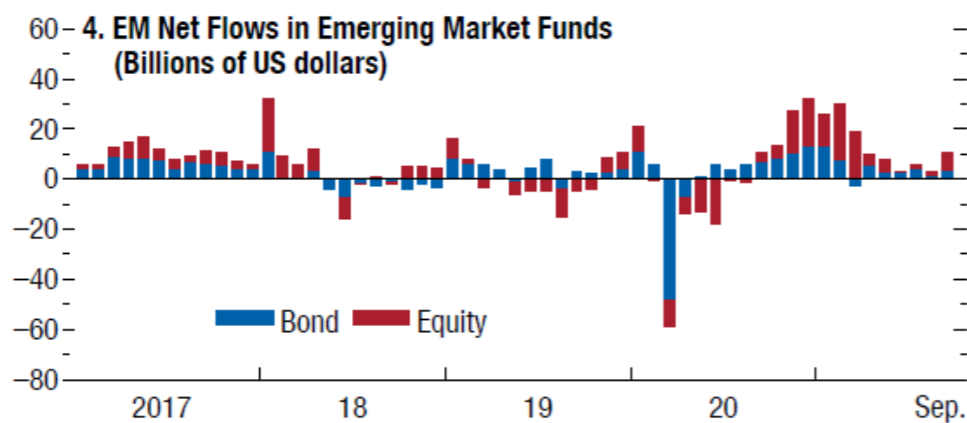
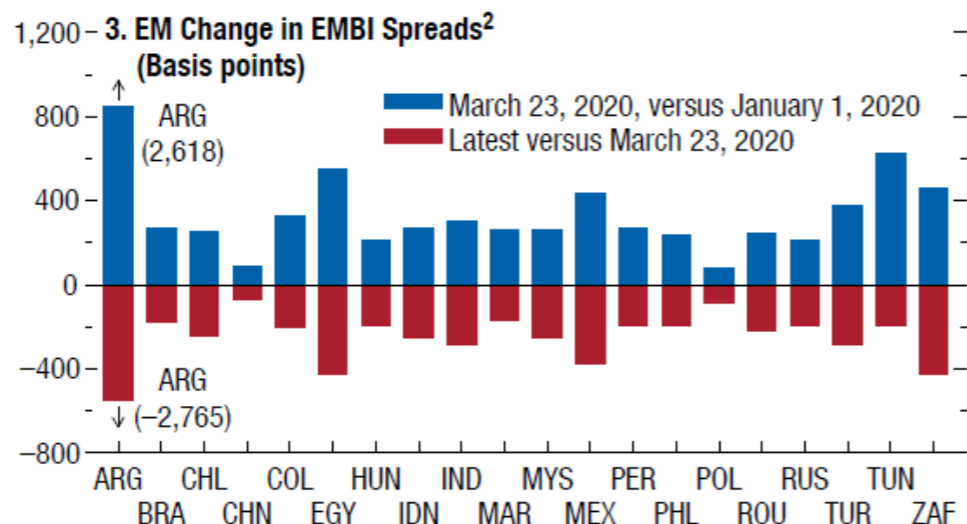
## Комбинация шоков спроса и предложения

- Шок предложения:
  - Производство во многих отраслях сектора услуг остановлено локдауном и мерами социального дистанцирования
  - Нарушены производственные и логистические цепочки поставок товаров
- Шок спроса:
  - Падение доходов работников и компаний в наиболее затронутых отраслях и рост сбережений (вынужденных и по мотиву предосторожности) у менее затронутых
  - Государственные расходы и мягкая кредитно-денежная политика частично компенсировали этот выпадающий спрос

# ВНЕШНИЕ УСЛОВИЯ ВО ВРЕМЯ КРИЗИСА COVID-19

- Кратковременный отток капитала и ухудшение условий торговли в развивающихся странах во втором квартале 2020 г.
- Мягкая кредитно-денежная и фискальная политика в развитых странах привела к росту глобальной ликвидности и восстановлению спроса на рисковые активы во второй половине 2020 г.
- Помощь международных организаций

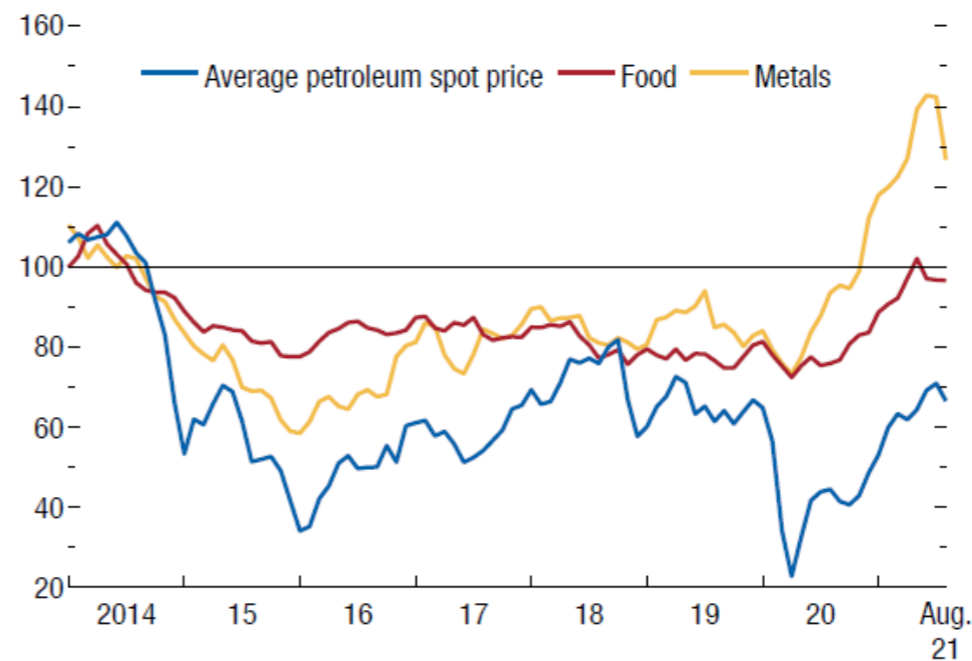
# ВНЕШНИЕ УСЛОВИЯ ВО ВРЕМЯ КРИЗИСА COVID-19



Source: IMF WEO 2021

**Figure 1.11. Commodity Prices**  
 (Deflated using US consumer price index; 2014 = 100)

Commodity prices have risen markedly from their pandemic recession troughs.



**СПАСИБО  
ЗА ВНИМАНИЕ!**