

МЕЖДУНАРОДНЫЙ ВАЛЮТНЫЙ ФОНД

ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ БЮЛЛЕТЕНЬ

Мрачные и более неопределенные

ИЮЛЬ
2022



- *За наметившимся в 2021 году восстановлением последовали все более мрачные события 2022 года по мере начала материализации рисков. Мировой объем производства сократился во втором квартале текущего года в связи со спадом в Китае и России, а потребительские расходы в США не оправдали ожиданий. Мировая экономика, уже ослабленная пандемией, переживает ряд потрясений: более высокая, чем ожидалось, инфляция во всем мире (особенно в США и основных странах Европы), ведущая к ужесточению финансовых условий; более резкое, чем прогнозировалось, замедление в Китае в связи со вспышками COVID-19 и мерами самоизоляции, а также дополнительные негативные последствия войны в Украине.*
- *Базовый прогноз предусматривает замедление экономического роста с 6,1 процента в прошлом году до 3,2 процента в 2022 году, что на 0,4 процентного пункта ниже, чем прогнозировалось в апрельском выпуске «Перспектив развития мировой экономики» 2022 года. Более медленный рост ранее в этом году, снижение покупательной способности домашних хозяйств и ужесточение денежно-кредитной политики стали причинами пересмотра прогноза в сторону снижения на 1,4 процентного пункта для США. Новые периоды самоизоляции и углубление кризиса на рынке недвижимости в Китае вызвали снижение прогноза экономического роста на 1,1 процентного пункта, что сопровождается крупными глобальными вторичными эффектами. Для Европы значительное снижение прогнозов связано с последствиями войны в Украине и ужесточением денежно-кредитной политики. Прогноз глобальной инфляции был повышен за счет цен на продовольствие и энергоносители, а также сохраняющихся дисбалансов между спросом и предложением, и предполагается, что в этом году инфляция достигнет 6,6 процента в странах с развитой экономикой и 9,5 процента в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах, что представляет собой повышение прогноза на 0,9 и 0,8 процентного пункта, соответственно. Дезинфляционная денежно-кредитная политика, как ожидается, окажет свое воздействие в 2023 году: глобальный объем производства, по прогнозам, вырастет лишь на 2,9 процента.*
- *Риски для прогноза в значительной мере смещены в сторону снижения. Война в Украине может привести к внезапной остановке европейского импорта газа из России; снижение инфляции может оказаться более трудной задачей, чем предполагалось, в случае либо более ограниченных, чем ожидалось, рынков труда, либо ослабления фиксации инфляционных ожиданий; ужесточение глобальных финансовых условий может вызвать критическую долговую ситуацию в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах; новые вспышки COVID-19 и периоды самоизоляции, а также дальнейшее усиление кризиса в секторе недвижимости могут еще более замедлить рост в Китае; а геополитическая фрагментация может затруднить глобальную торговлю и сотрудничество. В случае вероятного альтернативного сценария, при котором риски реализуются, инфляция продолжит расти, а рост мировой экономики замедлится примерно до 2,6 процента и 2,0 процента в 2022 и 2023 годах, соответственно, показатель роста окажется среди низших 10 процентов результатов с 1970 года.*
- *Поскольку растущие цены продолжают снижать уровень жизни во всем мире, обуздание инфляции должно стать первоочередной задачей для директивных органов. Ужесточение денежно-кредитной политики неизбежно будет сопряжено с реальными экономическими издержками, но задержка лишь усугубит их. Целенаправленная бюджетная поддержка способна смягчить последствия для наиболее уязвимых групп населения, но поскольку государственные бюджеты истощены пандемией, и необходима дезинфляционная общая направленность макроэкономической политики, такие меры политики нужно будет компенсировать повышением налогов или снижением государственных расходов. Более жесткие денежно-кредитные условия также повлияют на финансовую стабильность, в результате чего потребуется осмотрительное использование макропруденциальных инструментов, а реформирование механизмов урегулирования задолженности станет еще более необходимым. Меры политики в отношении конкретных факторов воздействия на цены на энергоносители и продовольствие должны быть направлены в первую очередь на тех, кого они в наибольшей степени затрагивают, не вызывая при этом искажения цен. А поскольку пандемия продолжается, уровни вакцинации должны расти для защиты от будущих вариантов вируса. Наконец, для смягчения изменения климата по-прежнему требуются срочные многосторонние действия в целях ограничения выбросов и повышения инвестиций для ускорения перехода к «зеленой» экономике.*

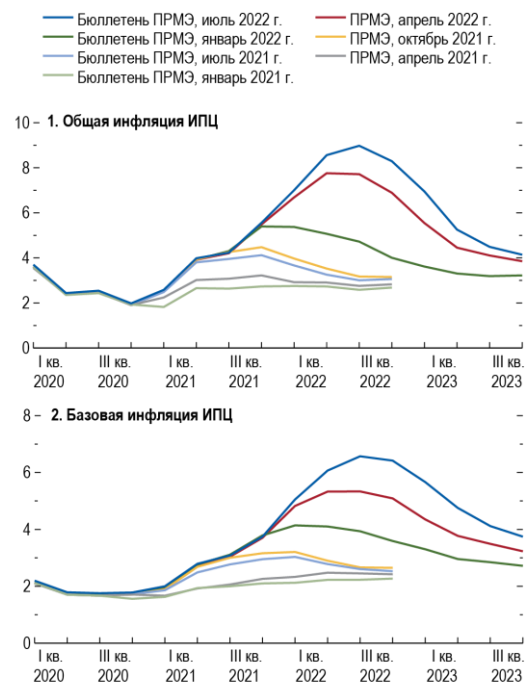
Факторы, определяющие перспективы развития

Глобальное замедление усиливается на фоне материализации понижительных рисков. За наметившимся в 2021 году восстановлением последовали все более мрачные события 2022 года. Показатели первого квартала немного превзошли ожидания, но мировой реальный ВВП, по оценкам, сократился во втором квартале впервые с 2020 года в связи с экономическим спадом в Китае и России. Понижительные риски, о которых идет речь в апрельском выпуске «Перспектив развития мировой экономики» 2022 года, в настоящее время материализуются, с повышением инфляции во всем мире, особенно в США и основных странах Европы, которое ведет к резкому ужесточению глобальных финансовых условий; более резким, чем ожидалось, замедлением в Китае в связи со вспышками COVID-19 и периодами самоизоляции, а также новыми негативными трансграничными последствиями войны в Украине.

Глобальная инфляция вновь превышает прогнозы, провоцируя дополнительное ужесточение политики центральными банками.

С 2021 года потребительские цены неизменно растут быстрее большинства прогнозов, включая прогнозы, сделанные в «Перспективах развития мировой экономики» (рис. 1). Индекс потребительских цен вырос на 9,1 процента в июне в США по сравнению с предыдущим годом, и также повысился на 9,1 процента в мае в Соединенном Королевстве, что является самыми высокими темпами инфляции в этих двух странах за 40 лет. В зоне евро инфляция в июне достигла 8,6 процента — максимального уровня с момента создания этого валютного союза. Столь же сильную озабоченность вызывает тот факт, что в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах инфляция во втором квартале составила, по оценкам, 9,8 процента. В большинстве стран общая инфляция растет в связи с повышением цен на продовольствие и энергоносители, ограничениями на стороне предложения во многих секторах и изменением баланса спроса обратно в сторону услуг. Но также выросла и основополагающая инфляция, выраженная различными показателями базовой инфляции, что объясняется переносом давления со стороны затрат посредством цепочек поставок и жесткими рынками труда, особенно в странах с развитой экономикой¹. Рост заработной платы в среднем отстает от инфляции как в странах с развитой экономикой, так и в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах, снижая покупательную способность домашних хозяйств. Хотя долгосрочные инфляционные ожидания в большинстве основных стран стабильны, согласно некоторым показателям, они начали расти, в том числе в США (рис. 2). В ответ на поступающие данные центральные банки ведущих стран с развитой экономикой все более

Рисунок 1. Прогнозы глобальной инфляции: последовательные непредвиденные повышения (В процентах)



Источник: оценки персонала МВФ.

Примечание. Глобальная инфляция представляет собой средневзвешенное значение показателей отдельных стран с использованием в качестве весов ВВП, оцененного по паритету покупательной способности. ПРМЭ — «Перспективы развития мировой экономики».

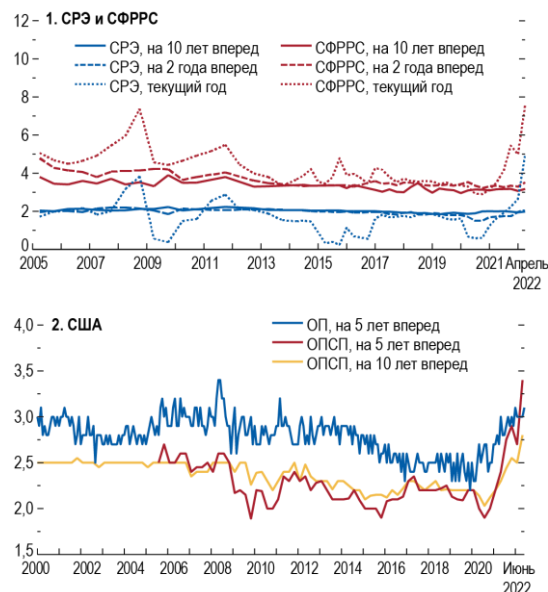
¹ Romain Duval, Yi Ji, Longji Li, Myrto Oikonomou, Carlo Pizzinelli, Ipei Shibata, Alessandra Sozzi, and Marina M. Tavares, “Labor Market Tightness in Advanced Economies,” IMF Staff Discussion Note 2022/001, International Monetary Fund, Washington, DC.

решительно сворачивают монетарную поддержку и повышают процентные ставки быстрее, чем прогнозировалось в апрельском выпуске «Перспектив развития мировой экономики» 2022 года. Центральные банки нескольких стран с формирующимся рынком и развивающихся стран повышают процентные ставки более агрессивно, чем в ходе прошлых циклов ужесточения в странах с развитой экономикой. Связанные с этим рост долгосрочной стоимости заимствований, включая ставки по ипотечным кредитам, и ужесточение глобальных финансовых условий (см. вставку) привели к резкому снижению котировок акций, что замедляет рост. В то же время прекращаются меры государственной поддержки в связи с COVID-19.

Замедление экономического роста в Китае усиливает перебои в глобальных цепочках поставок. Вспышки COVID-19 и ограничения на передвижение в рамках проводимой официальными органами стратегии нулевой терпимости к COVID вызвали широкомасштабные и серьезные перебои в экономической деятельности (рис. 3). В Шанхае — одном из крупнейших центров глобальных цепочек поставок — в апреле 2022 года был введен строгий режим самоизоляции, вызвавший остановку экономической деятельности по всему городу примерно на восемь недель. Во втором квартале реальный ВВП значительно сократился на 2,6 процента по сравнению с предшествующим периодом в связи со снижением потребления; это стало наиболее резким спадом с первого квартала 2020 года — начала пандемии — когда он упал на 10,3 процента. В последующий период более заразные варианты являются причиной вызывающего беспокойство роста числа заболеваний COVID-19. Нарастающий кризис в секторе недвижимости Китая также ведет к снижению продаж и инвестиций в недвижимость. Замедление в Китае имеет глобальные последствия: периоды самоизоляции усилили перебои в глобальных цепочках поставок, а сокращение внутренних расходов вызывает снижение спроса на товары и услуги из торговых партнеров Китая.

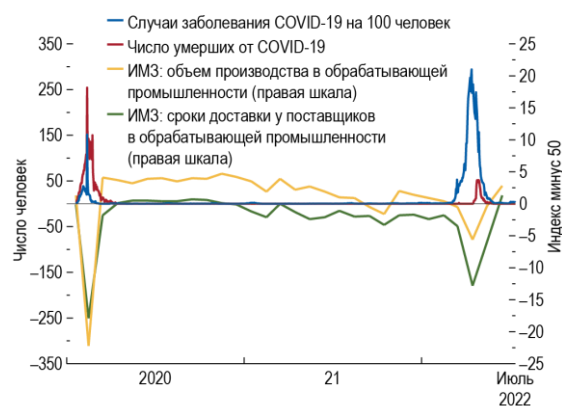
Война в Украине продолжается, причиняя повсеместные трудности и лишения. Растут гуманитарные последствия войны: с момента ее начала число беженцев из Украины достигло 9 миллионов, и продолжают человеческие потери и разрушение физического капитала. С апреля 2022 года

Рисунок 2. Долгосрочные инфляционные ожидания (В процентах)



Источники: Consensus Economics, Федеральный резервный банк Филадельфии, Мичиганский университет и расчеты персонала МВФ.
Примечание. На панели 1 представлены медианные консенсусные прогнозы для соответствующих групп стран. Прогнозами Consensus Economics являются прогнозы инфляции индекса потребительских цен на текущий год и прогнозы инфляции на 2 года вперед, что касается прогнозов на 10 лет, это средние значения на протяжении горизонта в 6–10 лет. Ожиданиями ОП на 5 лет вперед являются средние инфляционные ожидания на ближайшие 5–10 лет. Долгосрочные прогнозы ОПСП составлены для среднегодовых показателей инфляции в течение ближайших 5 и 10 лет, соответственно. ОП — опросы потребителей, ОПСП — опрос профессиональных составителей прогнозов, СФРЭС — страны с развитой экономикой, СФРПС — страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны.

Рисунок 3. Китай: вспышки COVID-19 и перебои в цепочках поставок

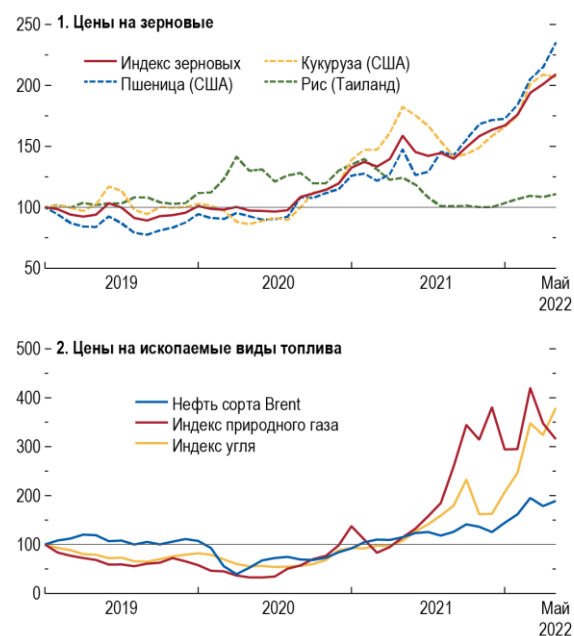


Источники: Национальное бюро статистики Китая, Национальная комиссия по здравоохранению Китая и расчеты персонала МВФ.
Примечание. ИМЗ — индекс менеджеров по закупкам.

ведущие страны с развитой экономикой наложили на Россию дополнительные финансовые санкции, а Европейский союз договорился о введении эмбарго на импорт угля с августа 2022 года и на морские поставки российской нефти с 2023 года. Европейский союз объявил о том, что к концу 2022 года он запретит страхование и финансирование морских поставок российской нефти в третьи страны. В то же время Организация стран — экспортеров нефти согласилась раньше начать повышение предложения нефти, которое планировалось на сентябрь, а Группа семи планирует изучить возможность введения верхнего ценового предела на российский экспорт нефти. Вследствие этих взаимокомпенсирующих событий уровень повышения международных цен на нефть по сравнению с прошлым годом в целом лишь немногим ниже, чем прогнозировалось в апрельском выпуске «Перспектив развития мировой экономики» 2022 года. В последнее время поставки российского газа в Европу по трубопроводам значительно сократились примерно до 40 процентов от уровня годом ранее, став причиной резкого роста цен на природный газ в июне. Во втором квартале российская экономика, по оценкам, сократилась менее, чем прогнозировалось раньше, поскольку ситуация с экспортом нефти и неэнергетических товаров складывается лучше, чем ожидалось. Кроме того, внутренний спрос также демонстрирует признаки устойчивости благодаря сдерживанию воздействия санкций на внутренний финансовый сектор и менее значительному, чем ожидалось, ослаблению рынка труда. Вместе с этим война оказала более отрицательное, чем ожидалось, воздействие на основные страны Европы в связи с повышением цен на энергоносители наряду с ослаблением потребительской уверенности и замедлением темпов роста в обрабатывающей промышленности в результате сохраняющихся перебоев в цепочках поставок и роста цен на сырье.

Углубление продовольственного кризиса. Глобальные цены на продовольствие стабилизировались в последние месяцы, но они по-прежнему намного выше, чем в 2021 году (см. рис. 4). Основной движущей силой инфляции глобальных цен на продовольствие (особенно зерновые, например, пшеницу) является война в Украине; ограничения на экспорт в нескольких странах усугубили повышение глобальных цен на продовольствие, хотя срок действия некоторых из этих ограничений недавно истек. Воздействие этой инфляции наиболее остро ощущается в странах с низким доходом, где на продукты питания приходится более высокая доля потребления. В наиболее тяжелом положении находятся страны, где рацион питания смещен в сторону сырьевых товаров, цены на которые выросли в наибольшей степени (особенно пшеница и кукуруза); страны, находящиеся в более сильной зависимости от импорта продовольствия; а также страны, где происходит значительный перенос воздействия глобальных цен на внутренние цены на основные продукты питания. Особенно сильному воздействию подвергаются страны с низким доходом, население которых еще до войны испытывало острую недостаточность питания и избыточную смертность, особенно страны Африки к югу от Сахары.

Рисунок 4. Рост цен на продовольствие и энергоносители
(Индекс: январь 2019 г. = 100)



Источники: МВФ, Система цен на сырьевые биржевые товары; расчеты персонала МВФ. Примечание. Индекс зерновых включает кукурузу, овес, пшеницу, рис, сорго и ячмень. Индекс природного газа включает американский, европейский и японский индексы цен на природный газ. Индекс угля включает австралийский и южноафриканский уголь.

Предстоит спад, преобладают понижательные риски

События, описанные в предыдущем разделе, делают текущие перспективы в высшей степени неопределенными. Базовые прогнозы, о которых идет речь ниже, основаны на ряде предположений, включая, помимо прочих, отсутствие новых неожиданных сокращений потоков природного газа из России в другие страны Европы, сохранение стабильных долгосрочных инфляционных ожиданий и отсутствие ухудшения ситуации с неупорядоченными корректировками на глобальных финансовых рынках в результате ужесточения денежно-кредитной политики для борьбы с инфляцией. Однако присутствует значительный риск того, что некоторые или все эти базовые предположения не оправдаются. Вместе с этим в последние месяцы выросли показатели экономической неопределенности и усилились опасения по поводу предстоящей рецессии. Также повысились оценки вероятности рецессии. Например, исходя из информации, заложенной в цены активов, вероятность начала рецессии в странах Группы семи оценивается почти в 15 процентов (рис. 5), что в четыре раза выше обычного уровня, а для Германии эта вероятность ближе к одному к четырем². Что касается США, то некоторые показатели, например модель прогнозирования GDPNow Федерального резервного банка Атланты, указывают на то, что техническая рецессия (определяемая как отрицательный рост в течение двух кварталов подряд), возможно, уже началась. В целом при рассмотрении растущих рисков и факторов неопределенности в настоящем «Бюллетене перспектив развития мировой экономики» делается необычайно сильный акцент на альтернативном сценарии (в качестве дополнения к базовому сценарию), иллюстрирующем влияние нескольких понижательных рисков, которые, вполне вероятно, могут материализоваться в ближайшее время. Если глобальная экономика подвергнется новым потрясениям, экономические результаты будут еще хуже.

Рисунок 5. Рост неопределенности и рисков
(Индекс: коэффициент на правой шкале)



Источники: Scott R. Baker, Nicholas Bloom, and Steven J. Davis, "Measuring Economic Policy Uncertainty," *Quarterly Journal of Economics*, 2016, 131 (4): 1593–636; John C. Bluedorn, Jörg Decressin, and Marco E. Terrones, "Do Asset Price Drops Foreshadow Recessions?" *International Journal of Forecasting*, 2016, 32 (2): 518–526; Google Trends; расчеты персонала МВФ.

Примечание. Масштаб неопределенности в отношении денежно-кредитной политики изменен на 1/10 на основе работы Baker, Bloom, and Davis (2016). Масштаб неопределенности в отношении политики национальной безопасности изменен на 1/10. Страх перед рецессией рассчитан на основе числа поисковых запросов слова «рецессия» в Google во всем мире, и числа представляют собой поисковый интерес относительно максимального уровня с 2008 года. Относительная вероятность рецессии в странах Группы семи показывает отношение текущей вероятности к вероятности новой рецессии в обычное время и основана на работе Bluedorn, Decressin, and Terrones (2016).

² Вероятность рецессии указывает на предполагаемую вероятность начала рецессии в следующем квартале, учитывая колебания цен на активы и волатильность на рынке инструментов участия в капитале. Подробности данной методологии приводятся в работе John Bluedorn, Jörg Decressin, and Marco Terrones, "Do Asset Price Drops Foreshadow Recessions?" *International Journal of Forecasting*, 2016, 32 (2): 518–26.

2.1. Базовый сценарий

Рост мировой экономики. Согласно базовому сценарию, рост мировой экономики в 2022 году составит 3,2 процента, а в 2023 году замедлится до 2,9 процента, что ниже прогноза, сделанного в апрельском выпуске «Перспектив развития мировой экономики» 2022 года, на 0,4 и 0,7 процентного пункта, соответственно (таблица 1). В ряде случаев более высокий, чем ожидалось, показатель роста в первом квартале 2022 года компенсирует последующее замедление, в результате чего чистый отрицательный пересмотр среднегодового роста в 2022 году будет относительно скромным. Снижение прогнозов для Китая и США, а также Индии ведет к пересмотру в сторону снижения прогнозов глобального роста в 2022–2023 годах, отражающему материализацию понижающих рисков, которые отмечены в апрельском выпуске «Перспектив развития мировой экономики» 2022 года: более резкое замедление в Китае в связи с продолжительными периодами самоизоляции, ужесточение глобальных финансовых условий, связанное с ожиданиями более значительных повышений процентных ставок основными центральными банками для снижения инфляционного давления, и вторичные эффекты войны в Украине. При темпах роста, близких к 3 процентам, в 2022–2023 годах сокращение глобального ВВП или глобального ВВП на душу населения, которое иногда ассоциируется с глобальной рецессией, в настоящее время не предусматривается базовым сценарием. Тем не менее прогнозы роста на основе сравнения четвертого квартала с четвертым кварталом указывают на значительное ослабление активности во второй половине 2022 года (таблица 1). В то время как прогнозы для стран с развитой экономикой в основном пересматриваются в сторону снижения, различная степень подверженности базовым событиям означает, что в отношении стран с формирующимся рынком и развивающихся стран ситуация менее однозначная.

- Как отмечалось, пересмотры прогнозов роста для основных стран с развитой экономикой на 2022–2023 годы в целом отрицательные. Прогноз базисного роста в США пересмотрен на 1,4 и 1,3 процентного пункта в 2022 и 2023 годах, соответственно, в связи с более слабым, чем ожидалось, ростом в первые два квартала 2022 года при значительно ослабленных темпах частного потребления, отражающих, в частности, снижение покупательной способности домашних хозяйств и ожидаемое воздействие более резкого ужесточения денежно-кредитной политики. Прогноз роста в зоне евро также снижен на 0,2 в 2022 году, поскольку улучшение перспектив туризма и промышленной активности в Италии с лихвой компенсируется значительными снижениями для Германии, Испании и Франции, и на 1,1 процентного пункта в 2023 году. Это связано с вторичными эффектами войны в Украине и предположением об ужесточении финансовых условий, поскольку Европейский центральный банк в июле 2022 года прекратил чистые покупки активов и повысил ставки впервые с 2011 года. В ряде европейских стран оказывается поддержка экономической деятельности за счет средств, выделяемых в рамках программы NextGenerationEU.
- Что касается стран с формирующимся рынком и развивающихся стран, отрицательные пересмотры прогнозов роста на 2022–2023 годы связаны в основном с резким замедлением экономики Китая и снижением темпов экономического роста Индии. Соответственно значительно пересмотрен прогноз для стран с формирующимся рынком и развивающихся

стран Азии — на 0,8 процентного пункта в базовом прогнозе на 2022 год. Этот пересмотр включает снижение прогноза роста в Китае на 1,1 процентного пункта до 3,3 процента (минимальный рост более чем за четыре десятилетия, не считая первоначального кризиса в связи с COVID-19 в 2020 году), в первую очередь в связи с вышеупомянутыми всплесками COVID-19 и самоизоляции. Аналогичным образом, прогноз для Индии был снижен на 0,8 процентного пункта до 7,4 процента. Пересмотр прогноза для Индии связан в основном с менее благоприятными внешними условиями и более быстрым ужесточением денежно-кредитной политики. Прогнозы роста для других стран в базовом сценарии пересмотрены в основном в сторону повышения. Сокращение реального ВВП стран с формирующимся рынком и развивающихся стран Европы, как ожидается, будет на 1,5 процентного пункта меньше, чем прогнозировалось в апрельском выпуске «Перспектив развития мировой экономики» 2022 года, но в 2023 году его рост будет на 0,4 процентного пункта меньше за счет более значительного, чем ожидалось, роста российского экспорта в 2022 году и недавно объявленных дополнительных санкций против России в 2023 году. Прогноз для Латинской Америки и Карибского бассейна на 2022 год был пересмотрен в сторону повышения на 0,5 процентного пункта в результате более активного восстановления в странах с крупной экономикой (Бразилии, Чили, Колумбии, Мексике). Перспективы стран Ближнего Востока и Центральной Азии, а также стран Африки к югу от Сахары, в среднем остаются неизменными или положительными за счет влияния повышенных цен на ископаемые виды топлива и металлы на некоторые страны — экспортеры сырьевых товаров.

Инфляция. Базовый прогноз глобальной инфляции также является более пессимистичным: он был повышен до 8,3 процента в 2022 году на основе сравнения четвертого квартала с четвертым кварталом с 6,9 процента в апрельском выпуске «Перспектив развития мировой экономики» 2022 года. Прогноз инфляции на 2022 год был более значительно повышен для стран с развитой экономикой, где она, как ожидается, достигнет 6,3 процента по сравнению с прогнозом в 4,8 процента в апрельском выпуске «Перспектив развития мировой экономики» 2022 года на основе сравнения четвертого квартала с четвертым кварталом за счет значительного повышения общей инфляции в обладающих крупной экономикой Соединенном Королевстве (пересмотр в сторону повышения на 2,7 процентного пункта до 10,5 процента) и зоне евро (пересмотр в сторону повышения на 2,9 процентного пункта до 7,3 процента). Прогнозы на 2023 год остались сравнительно неизменными, поднявшись лишь на 0,2 процентного пункта на основе сравнения четвертого квартала с четвертым кварталом, что отражает уверенность в том, что инфляция будет снижаться по мере того, как центральные банки ужесточают политику, а эффекты базы в области цен на энергоносители становятся отрицательными. Что касается стран с формирующимся рынком и развивающихся стран, инфляция в 2022 году, как ожидается, достигнет 10,0 процента на основе сравнения четвертого квартала с четвертым кварталом. Пересмотры прогнозов для этих стран в большей степени различаются от страны к стране: относительно скромные повышения для стран с формирующимся рынком и развивающихся стран Азии (отчасти в связи с замедлением активности в Китае и ограниченным повышением цен на основные продукты питания) и более значительные пересмотры для Латинской Америки и Карибского бассейна (повышение

БЮЛЛЕТЕНЬ ПЕРСПЕКТИВ РАЗВИТИЯ МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ, ИЮЛЬ 2022 ГОДА

на 3,0 процентного пункта) и стран с формирующимся рынком и развивающихся стран Европы (повышение на 2,9 процентного пункта).

Таблица 1. Общий обзор прогнозов «Перспектив развития мировой экономики»

(Изменение в процентах, если не указано иное)

	По сравнению с предыдущим годом						IV кв. по сравнению с IV кв. 2/		
	2020	2021	Прогнозы		Отклонение от прогнозов в апрельском выпуске ПРМЭ		2021	Прогнозы	
			2022	2023	2022 года 1/	2023		2022	2023
Мировой объем производства	-3,1	6,1	3,2	2,9	-0,4	-0,7	4,4	1,7	3,2
Страны с развитой экономикой	-4,5	5,2	2,5	1,4	-0,8	-1,0	4,7	1,3	1,5
США	-3,4	5,7	2,3	1,0	-1,4	-1,3	5,5	1,0	0,6
Зона евро	-6,3	5,4	2,6	1,2	-0,2	-1,1	4,7	0,7	2,1
Германия	-4,6	2,9	1,2	0,8	-0,9	-1,9	1,8	0,5	1,5
Франция	-7,9	6,8	2,3	1,0	-0,6	-0,4	4,9	0,4	1,1
Италия	-9,0	6,6	3,0	0,7	0,7	-1,0	6,4	0,6	1,6
Испания	-10,8	5,1	4,0	2,0	-0,8	-1,3	5,5	1,3	2,3
Япония	-4,5	1,7	1,7	1,7	-0,7	-0,6	0,4	2,4	0,6
Соединенное Королевство	-9,3	7,4	3,2	0,5	-0,5	-0,7	6,6	0,1	1,3
Канада	-5,2	4,5	3,4	1,8	-0,5	-1,0	3,2	2,5	1,7
Другие страны с развитой экономикой 3/	-1,8	5,1	2,9	2,7	-0,2	-0,3	4,6	2,0	2,8
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	-2,0	6,8	3,6	3,9	-0,2	-0,5	4,2	2,1	4,7
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны Азии	-0,8	7,3	4,6	5,0	-0,8	-0,6	3,8	4,0	4,7
Китай	2,2	8,1	3,3	4,6	-1,1	-0,5	3,5	4,1	3,2
Индия 4/	-6,6	8,7	7,4	6,1	-0,8	-0,8	3,9	4,1	7,2
АСЕАН-5 5/	-3,4	3,4	5,3	5,1	0,0	-0,8	4,7	3,4	6,1
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны Европы	-1,8	6,7	-1,4	0,9	1,5	-0,4	6,1	-7,0	7,7
Россия	-2,7	4,7	-6,0	-3,5	2,5	-1,2	4,8	-13,9	4,8
Латинская Америка и Карибский бассейн	-6,9	6,9	3,0	2,0	0,5	-0,5	3,9	1,8	2,1
Бразилия	-3,9	4,6	1,7	1,1	0,9	-0,3	1,6	1,5	1,5
Мексика	-8,1	4,8	2,4	1,2	0,4	-1,3	1,2	2,9	1,0
Ближний Восток и Центральная Азия	-2,9	5,8	4,8	3,5	0,2	-0,2	...	...	...
Саудовская Аравия	-4,1	3,2	7,6	3,7	0,0	0,1	6,7	6,9	3,7
Страны Африки к югу от Сахары	-1,6	4,6	3,8	4,0	0,0	0,0	...	...	...
Нигерия	-1,8	3,6	3,4	3,2	0,0	0,1	2,4	2,1	2,3
Южная Африка	-6,3	4,9	2,3	1,4	0,4	0,0	1,8	2,2	1,7
<i>Справочные статьи</i>									
Темпы мирового роста, рассчитанные на основе рыночных обменных курсов	-3,4	5,8	2,9	2,4	-0,6	-0,7	4,4	1,6	2,5
Европейский союз	-5,8	5,4	2,8	1,6	-0,1	-0,9	4,9	0,9	2,8
Ближний Восток и Северная Африка	-3,4	5,8	4,9	3,4	-0,1	-0,2	...	...	...
Страны с формирующимся рынком и страны со средним доходом	-2,2	7,0	3,5	3,8	-0,3	-0,5	4,3	2,0	4,7
Развивающиеся страны с низким доходом	0,1	4,5	5,0	5,2	0,4	-0,2	...	...	...
Объем мировой торговли (товары и услуги) 6/	-7,9	10,1	4,1	3,2	-0,9	-1,2	...	...	...
Страны с развитой экономикой	-8,8	9,1	5,3	3,2	-0,3	-1,4	...	...	...
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны	-6,2	11,7	2,2	3,3	-1,8	-0,9	...	...	...
Цены на сырьевые товары (в долларах США)									
Нефть 7/	-32,7	67,3	50,4	-12,3	-4,3	1,0	79,2	28,6	-13,4
Нетопливные товары (среднее значение на основе весов в мировом импорте)	6,7	26,1	10,1	-3,5	-1,3	-1,0	16,4	5,7	-0,6
Мировые потребительские цены 8/	3,2	4,7	8,3	5,7	0,9	0,9	5,6	8,3	4,1
Страны с развитой экономикой 9/	0,7	3,1	6,6	3,3	0,9	0,8	4,9	6,3	2,3
Страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны 8/	5,2	5,9	9,5	7,3	0,8	0,8	6,1	10,0	5,7

Примечание. Предполагается, что реальные эффективные обменные курсы остаются неизменными на уровнях, существовавших с 30 мая по 27 июня 2022 года. Страны расположены в порядке, определенном размером их экономики. Агрегированные квартальные данные скорректированы с учетом сезонных факторов. ПРМЭ — «Перспективы развития мировой экономики».

1/ Изменения основаны на округленных цифрах текущего прогноза и прогноза апрельского выпуска ПРМЭ 2022 года. На долю стран, прогнозы по которым были обновлены относительно прогнозов апрельского выпуска ПРМЭ 2022 года, приходится приблизительно 90 процентов мирового ВВП, измеряемого на основе весов паритета покупательной способности.

2/ Квартальные оценки и прогнозы мирового объема производства (страны с формирующимся рынком и развивающиеся страны) отражают примерно 90 процентов (80 процентов) годового мирового производства (производства в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах) по паритету покупательной способности.

3/ Без учета Группы семи (Германия, Италия, Канада, Соединенное Королевство, США, Франция, Япония) и стран зоны евро.

4/ По Индии данные и прогнозы представлены за бюджетные годы, а ВВП начиная с 2011 года приводится на основе ВВП в рыночных ценах с 2011/2012 финансовым годом в качестве базового.

5/ Вьетнам, Индонезия, Малайзия, Таиланд, Филиппины.

6/ Простое среднее значение темпов роста объемов экспорта и импорта (товаров и услуг).

7/ Простое среднее значение цен на нефть сортов Brent, Dubai Fateh и West Texas Intermediate. Средняя цена нефти в долларах США за баррель составляла 69,07 доллара в 2021 году;

предполагаемая цена, основанная на фьючерсных рынках (по состоянию на 29 июня 2022 года), составляет 103,88 доллара в 2022 году и 91,07 доллара в 2023 году.

8/ Без учета Венесуэлы.

9/ Инфляция в зоне евро составляет 7,3 процента в 2022 году и 3,9 процента в 2023 году, в Японии она составляет 1,9 процента в 2022 году и 1,3 процента в 2023 году, в США она составляет 7,7 процента в 2022 году и 3,0 процента в 2023 году, соответственно.

Мировая торговля. Рост мировой торговли в 2022 и 2023 годах, вероятно, замедлится сильнее, чем ожидалось ранее, в связи с сокращением глобального спроса и проблемами в цепочке поставок. Повышение курса доллара в 2022 году (на 5 процентов в номинальном эффективном выражении по состоянию на июнь по сравнению с декабрем 2021 года) также, вероятно, замедлит рост мировой торговли, учитывая доминирующую роль доллара как валюты счетов в торговых операциях, а также отрицательное воздействие финансового баланса на спрос и импорт в странах, чьи обязательства номинированы в долларах.

2.2. Риски замедления роста

Баланс рисков явно смещен в сторону ухудшения ситуации в связи с широким набором факторов, которые могут оказать негативное воздействие на мировые экономические показатели. Следующие из них вызывают особую озабоченность.

Война в Украине вызывает дальнейшее повышение цен на энергоносители. С апреля 2022 года объем поставок российского трубопроводного газа в Европу резко сократился примерно до 40 процентов от уровня прошлого года (рис. 6), что отражено в понижении последних прогнозов относительно апреля.

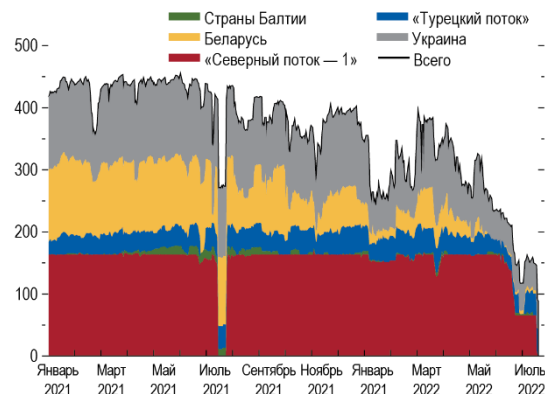
Последние базовые прогнозы также учитывают ожидание дальнейшего снижения объема поставок до низкого уровня к середине 2024 года в соответствии с поставленными крупными европейскими странами целями энергетической независимости.

Однако в отношении уровня поставок газа в 2022 и 2023 годах существует значительная неопределенность. Полное прекращение экспорта российского газа в страны Европы в 2022 году приведет к значительному росту инфляции во всем мире вследствие роста цен на энергоносители. В Европе это может создать необходимость нормирования подачи энергии, что отразится на крупных отраслях промышленности, и вызвать резкое снижение темпов роста в зоне евро в 2022 и 2023 годах, сопровождающееся негативными трансграничными вторичными эффектами.

Инфляция остается неизменно высокой. В целом ожидается, что инфляция вернется на уровни, близкие к отмечавшимся до начала пандемии, к концу 2024 года. Однако ряд факторов может привести к сохранению темпов ее роста и повышению долгосрочных ожиданий.

Воздействие новых шоков предложения на цены на продовольствие и энергоносители вследствие войны в Украине может резко повысить общие уровни инфляции и повлиять на базовую инфляцию, спровоцировав дальнейшее ужесточение денежно-кредитной политики. Если такие шоки окажутся достаточно серьезными, они могут вызвать рецессию, сопровождаемую высокой и растущей инфляцией («стагфляцию»), хотя такая ситуация не предусмотрена в базовом сценарии. В ряде стран ограниченность рынка трудовых ресурсов находится на рекордно высоком уровне, и работники могут более активно требовать компенсации за возникшее ранее увеличение стоимости жизни. Компании могут обладать определенными возможностями для покрытия более высоких затрат на рабочую силу за счет снижения норм прибыли, в частности, в тех случаях, где рост цен предшествовал росту заработной платы, или в отраслях или регионах, где компании обладают монопсонической властью. Однако при отсутствии у них таких возможностей темпы инфляции могут возрасти еще сильнее и может возникнуть риск формирования спирали «заработная плата — цены». Директивные органы также могут недооценить степень ограниченности рынка трудовых

Рисунок 6. Сокращение потока российского трубопроводного газа в ЕС
(В миллионах кубических метров в сутки)



Источники: Европейская сеть операторов газотранспортных систем, Оператор газотранспортной системы Украины и расчеты персонала МВФ.
Примечание. Последние доступные данные приводятся по состоянию на 12 июля 2022 года. Данные за последнее время являются предварительными.
ЕС — Европейский союз.

ресурсов и ее воздействие на инфляцию или в недостаточной степени ужесточить политику, тем самым допустив ослабление фиксации долгосрочных инфляционных ожиданий. Кроме того, цены могли стать более чувствительными к изменениям спроса в результате увеличения доли используемых в стране производственных ресурсов, что указывает на неэластичность соответствующей части кривой предложения. В таком случае за стремительным ростом инфляции может последовать столь же внезапный ее спад в случае чрезмерного ужесточения экономической политики.

Дезинфляция сопряжена с более высокими, чем ожидалось, издержками. Крупные центральные банки отреагировали на высокие темпы инфляции, повысив процентные ставки. Однако точную степень ужесточения экономической политики, необходимую для того, чтобы понизить темпы инфляции, не вызвав при этом рецессию, определить трудно. На экономические издержки прошлых эпизодов дезинфляции оказывал влияние ряд факторов, в том числе первоначальные уровни инфляции и инфляционных ожиданий, негибкость заработной платы и цен, степень изменения цен и заработной платы вследствие падения спроса и направленность налогово-бюджетной политики. Если динамика этих факторов будет расходиться с ожиданиями директивных органов или если они неверно определят надлежащий курс экономической политики, в том числе в том, что касается уровней нейтральных процентных ставок, предстоящая корректировка в сторону дезинфляции может привести к большей дестабилизации по сравнению с текущими ожиданиями. Прошлые эпизоды дезинфляции, связанные с ужесточением денежно-кредитной политики, например эпизоды, отмечавшиеся в странах с развитой экономикой в начале 1980-х годов, зачастую обходились дорого, поскольку ценой сдерживания инфляции становилась высокая безработица. На этот раз более низкие первоначальные уровни инфляции, более низкие и более прочно фиксированные инфляционные ожидания, а также большая гибкость рынков труда и продуктов в странах с развитой экономикой позволяют предположить, что издержки могут быть ниже. Однако увеличение уровней суверенной и корпоративной задолженности может усилить эффект от ужесточения политики и повлиять на готовность центральных банков к решительным действиям в отношении инфляции, при этом возможно большее среднесрочное снижение объема производства в том случае, если инфляционные ожидания значительно возрастут, может вызвать более резкий рост процентных ставок. Риск рецессии особенно высок в 2023 году, когда, как ожидается, в ряде стран темпы роста достигнут нижней точки, сбережения домашних хозяйств, накопленные за время пандемии, сократятся, и даже небольшие потрясения могут затормозить развитие экономики. Так, согласно последним прогнозам, рост реального ВВП в США в четвертом квартале 2023 года составит лишь 0,6 процента относительно предыдущего года, в результате чего не допустить рецессию будет все труднее (таблица 1). В ряде стран с развитой экономикой повышение процентных ставок в сочетании с низкими темпами роста приведет к ухудшению динамики долга и увеличению спредов по государственным и корпоративным обязательствам, особенно в странах с высокой задолженностью. Действительно, ужесточение финансовых условий уже приводит к расхождению ставок по займам и опасениям по поводу риска «финансовой фрагментации» зоны евро, которые потенциально могут ослабить воздействие денежно-кредитной политики.

Ужесточение финансовых условий вызывает кризис задолженности в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах. По мере того как центральные банки стран с развитой экономикой будут повышать процентные ставки для противостояния инфляции, финансовые условия во всем мире будут продолжать ужесточаться. Возникающее в результате этого увеличение стоимости заимствований, при отсутствии соответствующего ужесточения внутренней денежно-кредитной политики, будет оказывать давление на международные резервы и вызывать снижение валютных курсов по отношению к доллару, приводя к убыткам в стоимостной оценке балансов активов и пассивов в странах с чистыми обязательствами, выраженными в долларах. Такие трудности будут возникать в то время, когда финансовое положение сектора государственного управления во многих странах уже ослаблено, что сокращает возможности для мер бюджетной поддержки: 60 процентов стран с низким доходом переживают кризис государственной задолженности или подвержены высокому риску его возникновения (в связи с реструктуризацией долга или накоплением просроченной задолженности), тогда как десять лет назад в таком положении находилась примерно одна пятая стран³. Массовое бегство капитала из стран с формирующимся рынком и развивающихся стран может усилить этот риск. Спреды по облигациям в странах с формирующимся рынком уже увеличиваются (рис. 7). Увеличение стоимости заимствований в сочетании с высокими темпами инфляции и замедлением экономического роста наталкивают на сравнения с периодом 1970-х и начала 1980-х годов. В 1970-х годах профицит бюджета в странах — экспортерах нефти, получивших выгоду от роста цен на энергоносители, позволил увеличить финансирование на долговых рынках стран с формирующимся рынком. В начале 1980-х годов центральные банки ужесточили экономическую политику для борьбы с инфляцией, что привело к неупорядоченной корректировке во внешнем секторе и, в некоторых случаях, дефолту по долговым обязательствам, особенно в странах Латинской Америки. Могут ли подобные шоки привести к сходным дисбалансам сегодня? Хотя источники шоков цен на энергоносители в этих двух случаях в значительной степени совпадают, существует ряд важных отличий. Во-первых, рост реальных цен на нефть в текущей ситуации ниже, а мировое производство в настоящее время является менее зависимым от поставок нефти, чем раньше. Во-вторых, в текущей ситуации ужесточение политики началось на более ранних этапах, в том числе в некоторых странах

Рисунок 7. Долг стран с формирующимся рынком: рост факторов уязвимости
(В процентах; средние значения за три недели)



Источники: Bloomberg Finance L.P., глобальный индекс облигаций стран с формирующимся рынком J.P. Morgan и расчеты персонала МВФ.
Примечание. Б. п. — базисный пункт; EMBIG — глобальный индекс облигаций стран с формирующимся рынком.

³Guillaume Chabert, Martin Cerisola, and Dalia Hakura, “Restructuring Debt of Poorer Nations Requires More Efficient Coordination,” *IMF Blog*, April 7, 2022. (Гийом Шабер, Мартин Серизола и Далия Хакура. Реструктуризация долга более бедных стран требует более эффективной координации. Блог МВФ, 7 апреля 2022 года.)

с формирующимся рынком и развивающихся странах, которые также имеют в целом более надежные основы экономической политики, чем раньше. И в-третьих, на этот раз было меньше времени для того, чтобы рециклированные нефтедоллары вызвали дисбаланс в странах с формирующимся рынком и развивающихся странах. Однако несмотря на эти позитивные изменения, увеличение зависимости от других крупных кредиторов на двусторонней основе и текущая пандемия повлекли за собой новые факторы уязвимости, вызвав рост государственного долга и снизив потенциальные будущие темпы роста во многих странах.

Темпы экономического роста в Китае остаются замедленными. Согласно базовому прогнозу, во второй половине 2022 года произойдет восстановление экономики после периода самоизоляции, при этом общие темпы роста ВВП в 2022 году составят 3,3 процента, а в 2023 году — 4,6 процента. Потенциальные факторы превышения ожидаемых темпов роста включают объявления о существенной бюджетной поддержке и пересмотр принятой официальными органами стратегии нулевой терпимости к COVID, направленный на сокращение ущерба для экономического роста и опирающийся на результаты успешной кампании по наращиванию темпов ревакцинации населения. К рискам ухудшения ситуации относятся крупномасштабные вспышки более контагиозных штаммов вируса, которые приведут к новым широкомасштабным мерам самоизоляции в рамках стратегии нулевой терпимости к COVID. Кроме того, запоздалая корректировка цен и балансов в секторе недвижимости может вызвать внезапный и более масштабный кризис или затяжную корректировку, сопряженную с более крупными макрофинансовыми вторичными эффектами. Продолжительное замедление роста в Китае вызовет во всем мире мощные вторичные эффекты, характер которых будет зависеть от степени сбалансированности факторов предложения и спроса. Например, дальнейшее ужесточение узких мест в сфере предложения может привести к повышению цен на потребительские товары во всем мире, однако снижение спроса может уменьшить дефицит на рынке сырьевых товаров и рост цен на промежуточные товары.

Рост цен на продовольствие и энергоносители вызывает массовые трудности, голод и социальные волнения. Поскольку энергоресурсы и продукты питания относятся к товарам первой необходимости с ограниченными возможностями замещения, рост цен на них создает особые трудности для домашних хозяйств. При увеличении цен на другие виды товаров, например, электронику, мебель или развлечения, семьи могут попросту снизить или даже исключить соответствующие расходы. В случае расходов на продукты питания, отопление и транспорт, который зачастую необходим для обеспечения заработка, сделать это намного труднее. Таким образом, текущая ситуация представляет угрозу не только для экономической, но и для социальной стабильности. После окончания острой фазы пандемии усилились социальные волнения, подтверждая выводы исследований МВФ о том, что интенсивность социальных волнений снижается в периоды пандемий⁴ и что рост цен на продовольствие

⁴Philip Barrett and Sophia Chen, “Social Repercussions of Pandemics,” IMF Working Paper 21/21, International Monetary Fund, Washington, DC.

и энергоносители служит надежным предиктором социальных волнений⁵. Хотя социальные волнения в итоге могут и не произойти, связь между ценами и социальной стабильностью означает, что новые торговые барьеры или низкий урожай вследствие крайне высоких температур и дефицита удобрений могут привести к дальнейшим трудностям, голоду или волнениям. Эти риски можно снизить за счет устранения препятствий логистического характера, возникших в связи с вторжением в Украину, включая блокаду в Черном море.

Происходит дальнейшая фрагментация мировой экономики. Серьезным риском для среднесрочных перспектив является то, что война в Украине будет способствовать делению мировой экономики на геополитические блоки с разными технологическими стандартами, системами трансграничных платежей и резервными валютами. Пока не наблюдается существенных свидетельств решоринга, и с начала пандемии мировая торговля демонстрирует большую устойчивость, чем ожидалось. Фрагментация также может снизить эффективность многостороннего сотрудничества в борьбе с изменением климата, создавая дополнительный риск того, что текущий продовольственный кризис может стать обычным явлением.

2.3. Количественное воздействие: глобальный альтернативный сценарий

Сокращение экспорта ископаемых видов топлива, повышенные инфляционные ожидания и ужесточение финансовых условий. Помимо понимания потенциальных источников риска, важной задачей директивных органов является оценка их вероятного воздействия на мировую экономику. В данном разделе этот вопрос рассматривается с использованием модели МВФ для стран Группы 20-ти (G-20) с целью анализа экономических последствий в случае, если материализуются четыре особенно актуальных и вероятных риска ухудшения ситуации:

- Дальнейшее ужесточение санкций в ответ на вторжение России в Украину приводит к дополнительному сокращению экспорта российской нефти на 30 процентов по сравнению с базовым прогнозом, начиная со второй половины 2022 года.
- К концу 2022 года экспорт российского газа в Европу сокращается до нулевого уровня либо в связи с введением европейскими странами запрета на импорт, либо в связи с прекращением поставок Россией.
- Инфляционные ожидания остаются более устойчиво высокими.
- Происходит ужесточение финансовых условий, обусловленное как действиями директивных органов в ответ на рост инфляции, так и опасениями инвесторов, в результате чего увеличиваются суверенные и корпоративные риски и премии за срок.

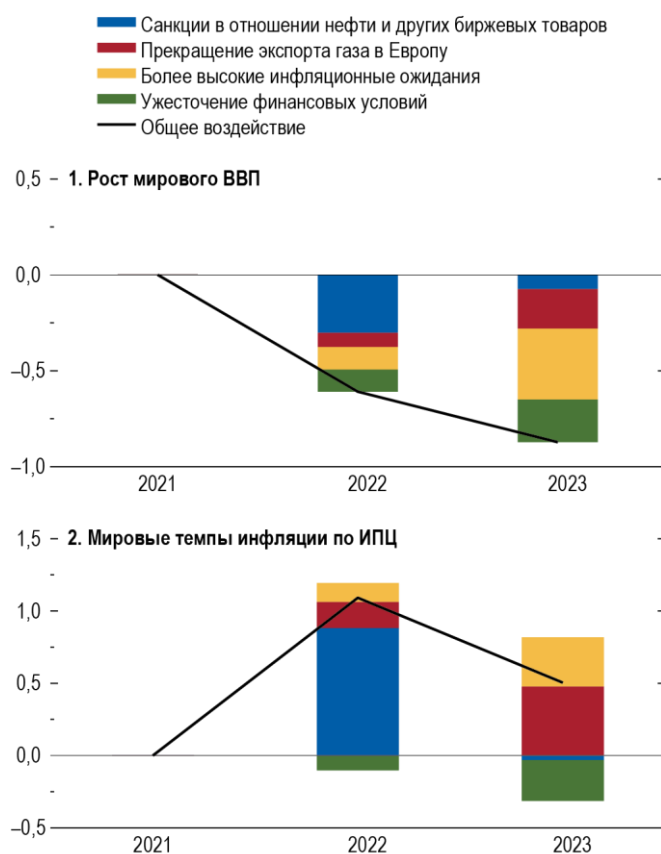
⁵Chris Redl and Sandie Hlatshwayo, “Forecasting Social Unrest: A Machine Learning Approach, IMF Working Paper 21/263, International Monetary Fund, Washington, DC.

Сокращение объема производства, рост инфляции во всем мире. На рис. 8 показано общее воздействие этих шоков на мировую экономику. По сравнению с базовым прогнозом мировые темпы роста снизятся примерно на 0,6 процентного пункта и 0,9 процентного пункта в 2022 и 2023 годах соответственно, до уровней примерно 2,6 процента и 2 процента в 2022 и 2023 годах соответственно. Столь низкие годовые темпы роста в прошлом наблюдались редко (лишь пять раз с 1970 года мировой рост был ниже 2 процентов). Прямые последствия ограничений на использование ископаемых видов топлива вызовут две пятых общего снижения ВВП по сравнению с базовым сценарием (1,5 процента к 2023 году), и еще примерно треть и четверть, соответственно, придется на рост инфляционных ожиданий и ужесточение финансовых условий. Международные рынки сырьевых товаров также будут остро реагировать: в результате снижения мировых поставок нефти рост цен может достичь 30 процентов. Что касается газа, то высокая доля России в мировых поставках и низкая гибкость распределительных сетей сделают воздействие более значительным, со скачком цен почти на 200 процентов. Воздействие на инфляцию потребительских цен будет зависеть от относительной мощности различных шоков на разных горизонтах. В краткосрочной перспективе прямое воздействие роста цен и инфляционных ожиданий приведет к росту инфляции примерно на 1 процентный пункт. В дальнейшем преобладающими факторами будут снижение спроса и ужесточение финансовых условий, которые будут смягчать воздействие на инфляцию в 2023 году и в последующий период.

Наиболее тяжелые последствия в Европе. В этом сценарии шок будет иметь масштабные последствия, поскольку от роста мировых цен на сырьевые товары и ужесточения денежно-кредитных и финансовых условий пострадают почти все страны, хотя и в разной степени. При этом сценарии особенно сильно пострадает Европа: рост экономики Европейского

Рисунок 8. Альтернативный сценарий для мировой экономики

(Отклонение от базисного прогноза в процентных пунктах)



Источники: имитационная модель МВФ для стран Группы 20-ти и расчеты персонала МВФ.

Примечание: ИПЦ — индекс потребительских цен.

союза в 2023 году будет на 1,3 процентных пункта ниже базового прогноза, что означает, что темпы роста в регионе будут близки к нулю⁶.

Приоритетные задачи экономической политики

Восстановление ценовой стабильности наряду с защитой уязвимых слоев населения. На данном этапе основным приоритетом экономической политики является установление контроля над инфляцией, поскольку ценовая стабильность является необходимым условием долговременного повышения экономического благосостояния и финансовой стабильности. Надлежащее сочетание мер денежно-кредитной, налогово-бюджетной и структурной политики для снижения инфляции будет различаться по странам в зависимости от источников и степени ценового давления:

- Странам, в которых базовая инфляция и инфляционные ожидания неуклонно растут, значительно превышая целевые уровни, необходимо принять решительные меры по ужесточению денежно-кредитной политики с сокращением центральными банками своих балансов и повышением реальных процентных ставок. В краткосрочной перспективе такая политика обеспечит снижение инфляции ценой сокращения реальной экономической активности, роста безработицы и более низких уровней заработной платы. Воздействие любого замедления роста, скорее всего, в наибольшей степени ощутят на себе те же самые граждане, которые в наибольшей степени пострадали в последние годы, то есть лица, имеющие низкую заработную плату, нестабильную занятость и ограниченные сбережения или ограниченный доступ к кредитованию. Опасения по поводу необходимости защиты наиболее уязвимых слоев населения и снижения экономических издержек, а также ограничения воздействия на стоимость активов могут показаться веским основанием для более медленного ужесточения денежно-кредитной политики. Однако подобный подход, вероятно, будет контрпродуктивным, поскольку не существует серьезных свидетельств того, что такой постепенный характер ужесточения способен ограничить издержки дезинфляции. Восстановление низких и стабильных уровней инфляции до того, как произойдет ослабление фиксации ожиданий, обеспечит благоприятные условия для инвестиций и экономического роста и предотвратит потребность в более резкой и дестабилизирующей корректировке в дальнейшем.

⁶ Существует значительная неопределенность в отношении последствий прекращения поставок российского природного газа в Европу для ВВП. Они могут оказаться особенно значительными для ряда стран Центральной и Восточной Европы, где импорт российского газа обеспечивает значительную долю энергопотребления и где инфраструктурные ограничения не позволяют в ближайшей перспективе обеспечить достаточный импорт нероссийского газа (в основном сжиженного природного газа). Меры политики, которые позволят существенно замедлить или предотвратить передачу воздействия цен на газ на розничные цены для домашних хозяйств, будут направлены на корректировку спроса в секторе промышленности, усиливая воздействие на объем производства. Flanagan, M., Kammer A., Pescatori A., and Stuermer, M., 2022. How a Russian Natural Gas Cutoff Could Weigh on Europe's Economies (Альфред Каммер, Андреа Пескатори, Мартин Стурмер и Марк Флэнаган. «Как прекращение поставок российского природного газа может повлиять на экономику стран Европы».)

- В период дезинфляции налогово-бюджетная политика играет особую роль, смягчая последствия необходимого «охлаждения» экономической активности для наиболее уязвимых слоев населения с помощью адресных и временных бюджетных трансфертов. По возможности такое смягчение должно осуществляться с помощью автоматических стабилизаторов (см. доклады «Перспективы развития мировой экономики» и «Бюджетный вестник» за апрель 2020 года). И чтобы дополнить денежно-кредитную политику в ужесточении общего курса макроэкономической политики, любые изменения налогово-бюджетной политики должны быть (как минимум) нейтральными для бюджета с учетом циклических колебаний и заложены в заслуживающую доверия среднесрочную бюджетную основу, позволяющую поддерживать приемлемый уровень долга. Хотя ограничение заработной платы в государственном секторе может ослабить инфляционное давление, в целом следует избегать мер политики, направленных в первую очередь на прямое ограничение роста цен и заработной платы в частном секторе, поскольку в прошлом они часто оказывались высокозатратными и неэффективными.
- Структурные реформы также могут сыграть определенную роль в борьбе с инфляцией за счет повышения совокупного предложения, однако маловероятно, что они быстро повлияют на инфляцию. Меры, направленные на увеличение предложения рабочей силы, в том числе повышение налогового зачета за заработанный доход, увеличение финансирования системы ухода за детьми, расширение доступа к вакцинации и лечению от COVID-19, а также реформа механизмов иммиграции, повысят производительность и реальные доходы и будут способствовать снижению инфляции. В странах с формирующимся рынком и развивающихся странах росту совокупного предложения также могут способствовать улучшение условий предпринимательской деятельности, «зеленые» инвестиции и цифровизация.

Подготовка к кредитному сжатию и финансовой нестабильности. Ужесточение денежно-кредитных условий будет оказывать воздействие на мировые рынки капитала и потребует принятия ответных мер политики по ряду направлений. По мере увеличения процентных ставок финансовые организации получают выгоду за счет увеличения чистой прибыли, но несут убытки в результате сокращения объемов кредитования и увеличения числа дефолтов. Баланс между этими факторами будет определять состояние финансового сектора и целесообразное использование макропруденциальных инструментов. Даже в самом благоприятном случае вероятность банкротства компаний возрастает по мере замедления экономической активности, что делает эффективные и действенные процедуры банкротства и механизмы урегулирования вопросов несостоятельности особенно ценными. В странах, где банки имеют открытые позиции в секторах, испытывающих усиление факторов уязвимости, может быть оправдано ужесточение макропруденциальных инструментов. Аналогичным образом, повышение процентных ставок и снижение налоговых поступлений приведет к тому, что некоторые суверенные заемщики окажутся в трудной долговой ситуации. Однако механизмы урегулирования кризиса задолженности работают медленно и непредсказуемо, что связано с трудностями достижения скоординированных соглашений с разными кредиторами

по поводу их конкурирующих требований. Для обеспечения быстрой, плавной и эффективной реструктуризации необходимо срочно внести улучшения в порядок реализации принятых Группой 20-ти Общих основ. Давление, которое более жесткие финансовые условия будут оказывать на бюджетные и внешние позиции стран, в ближайшие годы, вероятно, приведет к усилению роли поддержки со стороны многосторонних организаций. В тех случаях, когда внешние шоки не удастся нейтрализовать только за счет гибкости валютных курсов, директивные органы должны быть готовы к действиям, например, посредством валютных интервенций или мер по управлению потоками капитала в сценарии кризиса. В случае высокого уровня задолженности правительствам следует в качестве превентивной меры сокращать зависимость от заимствований в иностранной валюте. Обеспечение оперативного и надежного доступа к ликвидности в резервных валютах, в том числе в рамках превентивных механизмов МВФ и механизмов МВФ с предоставлением средств, дает странам время для упорядоченного проведения политики корректировки. Такое международное сотрудничество служит критически важной системой финансовой защиты не только для отдельных стран, но и для мировой экономики — за счет предотвращения распространения кризисов. В зоне евро целесообразным будет устранить риск финансовой фрагментации с помощью тщательно проработанного инструмента Европейского центрального банка по противодействию фрагментации. Такой инструмент дополнит существующий механизм условных прямых монетарных операций и программу кредитования Европейского стабилизационного механизма и дополнительно облегчит задачу установления директивных процентных ставок на основе макроэкономических условий в масштабах зоны евро. Однако такой инструмент не должен исказить ситуацию на рынках настолько, чтобы цены перестали отражать фундаментальные риски.

Преодоление продовольственного и энергетического кризисов. Помимо борьбы с общей инфляцией, конкретные проблемы на рынках продовольствия и энергоресурсов потребуют принятия отдельных мер политики. Прекращение вторжения в Украину и блокады на Черном море позволит увеличить поставки сырьевых товаров на мировые рынки. Кроме того, правительствам не следует накапливать запасы продовольствия и энергоносителей; вместо этого следует стремиться к снятию торговых барьеров, таких как запреты на экспорт продовольствия, которые применяются с целью предотвратить дефицит внутри страны, но фактически приводят к росту мировых цен. Чтобы помочь решить проблемы продовольственной безопасности, члены Всемирной торговой организации (ВТО) на 12-й Министерской конференции ВТО в июне 2022 года приняли решение об освобождении закупок, осуществляемых в рамках Всемирной продовольственной программы, от действия экспортных ограничений. В целом правительствам следует допустить свободное колебание цен: высокие цены являются важным сигналом дефицита ресурсов и стимулируют их сохранение и производство. Меры регулирования, направленные на поддержание низких цен на продовольствие и топливо для всех групп населения независимо от их платежеспособности, могут стимулировать чрезмерное потребление дорогих продуктов за государственный счет и за счет сокращения наценок предприятий розничной торговли контрпродуктивным образом снижать предложение. В прошлом регулирование цен само по себе не приводило к устойчивому снижению стоимости жизни (примером является регулирование цен в США

в 1971 году). Вместо этого весьма эффективной может быть компенсация воздействия на уровень жизни посредством адресных денежных трансфертов лицам с низкими доходами или лицам в зоне высокого риска, которые могут пострадать от нехватки продовольствия или энергоресурсов (например, детям и пожилым людям). Страны, не имеющие достаточно надежных систем социальной защиты для поддержки наиболее уязвимых слоев населения, могут расширить наиболее эффективные из уже имеющихся программ, по мере необходимости увеличивая размер и охват пособий. Странам, применяющим энергетические или продовольственные субсидии, следует постепенно допустить передачу воздействия международных цен на потребительский сектор и взять при этом на себя обязательство по отмене субсидий в ближайшие годы. В тех случаях, когда продовольственная безопасность вызывает озабоченность и все прочие варианты исчерпаны, правительства могут рассмотреть другие временные меры, такие как ценовые субсидии или прямое распределение основных продовольственных товаров в случае необходимости⁷. Временная поддержка энергозависимых компаний в виде субсидированных или частично гарантированных кредитов, предполагающих разделение риска с частными банками, также может предотвратить банкротство предприятий, сохранив при этом цепочки поставок и не допустив каскадного экономического ущерба.

Предотвращение связанных с пандемией рисков и ограничение экономических потрясений. Хотя во многих странах острота воздействия пандемии COVID-19 начинает ослабевать, имеются возможности для снижения издержек сосуществования с вирусом. Примерно 130 стран не достигли цели по вакцинации в 70 процентов к середине 2022 года, установленной в предложении МВФ по прекращению пандемии, и аналогичное неравенство сохраняется в доступе к тестам и терапии. Универсальная вакцинация остается наилучшей защитой от устойчивого абсентеизма по причинам, связанным со здоровьем, и от новых штаммов вируса и должна подкрепляться широкими кампаниями в области общественного здравоохранения с целью увеличения спроса населения на вакцинацию. Правительствам следует также активизировать меры по устранению узких мест в вопросах поставок и распространения вакцин и обеспечить равный доступ к лечению. Крайне важной остается государственная поддержка разработки более эффективных систематических мер реагирования на будущие эпидемии и исследования новых технологий создания вакцин, в том числе более эффективной универсальной вакцины от разных штаммов коронавируса.

Содействие переходу к низкоуглеродной экономике. Задача смягчения изменения климата по-прежнему требует неотложных многосторонних мер. Однако война в Украине и стремительный рост цен на энергоносители вынудили правительства перейти на использование ископаемых видов топлива, таких как уголь, в качестве временной меры. Директивным органам и органам регулирования следует проследить за тем, чтобы любые подобные меры носили временный характер и использовались лишь для покрытия дефицита энергии, не приводя при этом к общему увеличению выбросов углерода, а также стимулировать инвестиции в источники возобновляемой энергии, которые позволят

⁷См. David Amaglobeli, Emine Hanedar, Gee Hee Hong, and Céline Thévenot, “Fiscal Policy for Mitigating the Social Impact of High Energy and Food Prices,” IMF Note 2022/001, International Monetary Fund, Washington, DC.

сократить выбросы. Необходимо в срочном порядке ускорить принятие внушающих доверие и комплексных мер по борьбе с изменением климата, направленных на увеличение поставок «зеленой» энергии. Энергетический кризис также показывает, как курс на энергетическую независимость за счет использования чистой, «зеленой» энергии может быть совместим с целями стран в области национальной безопасности. Налогово-бюджетная политика должна смягчить трудности этого перехода для домашних хозяйств и предприятий, которые несут основное бремя издержек переходного периода. Недавно созданный МВФ Тростовый фонд на цели достижения стойкости и долгосрочной устойчивости также может помочь странам укрепить устойчивость перед долгосрочными структурными вызовами, включая изменение климата и обеспечение готовности к пандемиям.

Со времени выхода апрельского «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности» 2022 года произошло резкое ужесточение мировых финансовых условий. В настоящее время в странах с формирующимся рынком они близки к пику жесткости, достигнутому в марте 2020 года, тогда как в странах с развитой экономикой они вернулись лишь к средним долгосрочным уровням (рис. 1.1).

Изменения в странах с развитой экономикой были обусловлены ростом процентных ставок и снижением стоимости компаний. Повышенная неопределенность в отношении экономических перспектив повлекла за собой высокую волатильность на рынках, при этом ликвидность была исключительно низкой как на рынках ценных бумаг с фиксированным доходом, так и на фондовых рынках. В большинстве стран с формирующимся рынком этой весной отмечалось резкое ужесточение финансовых условий, которые сейчас носят весьма ограничительный характер по сравнению с прошлыми периодами. Ослабление валют и расширение спредов долларového финансирования привели к повышению стоимости внешних заимствований, а ужесточение денежно-кредитной политики продолжало использоваться в качестве средства борьбы с инфляцией. На рынке криптоактивов произошла резкая распродажа, которая привела к крупным потерям механизмов инвестирования в криптовалюты, вызвав крах алгоритмических стеиблкоинов и криптовалютных хеджевых фондов, однако вторичные эффекты в более широких масштабах финансовой системы до настоящего времени были ограниченными.

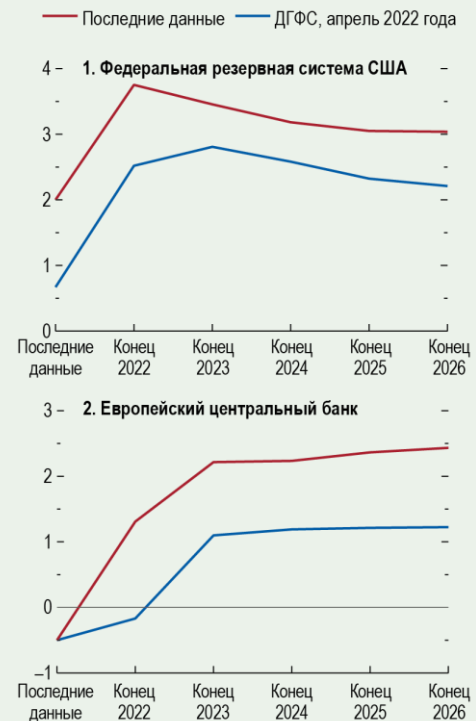
Доходность по государственным облигациям в странах с развитой экономикой резко возросла в результате предпринятых центральными банками решительных мер и информирования общественности в попытке сдержать устойчивое инфляционное давление и предотвратить ослабление фиксации инфляционных ожиданий. Центральные банки активно повышали директивные ставки, в некоторых случаях прибегая к значительным повышениям, не наблюдавшимся в течение десятилетий.

Рисунок 1.1. Финансовые условия в отдельных регионах
(Стандартные отклонения от среднего уровня)



Источники: Bloomberg Finance L.P. и расчеты персонала МВФ.
Примечание. ДГФС — «Доклад по вопросам глобальной финансовой стабильности».

Рисунок 1.2. Ожидания в отношении директивных ставок: страны с развитой экономикой
(В процентах)

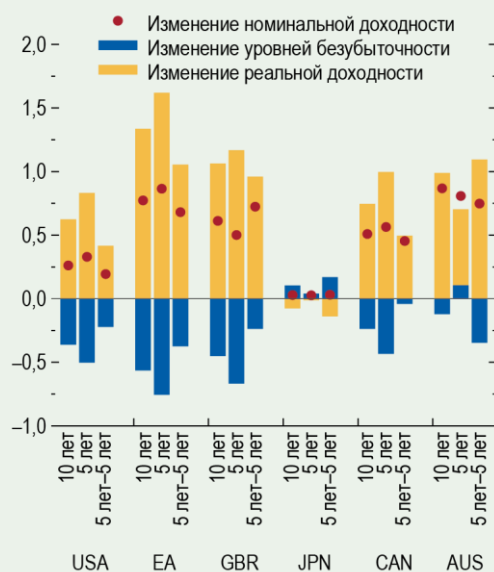


Источники: Bloomberg Finance L.P. и расчеты персонала МВФ.
Примечание. ДГФС — «Доклад по вопросам глобальной финансовой стабильности».

В результате со времени выхода апрельского «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности» ожидаемая рынками разных стран траектория изменения директивных ставок сдвинулась вверх. За последнее время мировые ставки вновь несколько снизились после их предшествующего повышения, в значительной степени из-за опасений рецессии (рис. 1.2).

Повышение реальных ставок было основным фактором увеличения доходности по облигациям с разными сроками погашения в странах с развитой экономикой, а снижение рыночных показателей инфляционных ожиданий частично компенсировало воздействие реальных ставок в этот период. Хотя более долгосрочные инфляционные ожидания (на пятилетний горизонт с началом отсчета через пять лет) относительно устойчиво оставались на повышенном уровне, ожидания на пятилетний горизонт в значительной степени вернулись на уровни, отмечавшиеся до вторжения России в Украину, отчасти отражая растущую обеспокоенность инвесторов по поводу снижения совокупного спроса в ближайшей и среднесрочной перспективе. С учетом этих опасений в настоящее время ожидания рынка в отношении директивных ставок сигнализируют о понижении ставок в 2023 и 2024 годах в некоторых странах с развитой экономикой (рис. 1.3 и 1.4).

Рисунок 1.3. Изменение доходности по облигациям: с даты выхода последнего ДГФС
(В процентах)



Источники: Bloomberg Finance L.P. и расчеты персонала МВФ. Примечание. «5 лет–5 лет» обозначает пятилетний период с началом отсчета через пять лет. В обозначениях использованы коды стран, принятые Международной организацией по стандартизации (ИСО). EA — зона евро; ДГФС — «Доклад по вопросам глобальной финансовой стабильности».

Рисунок 1.4. Уровни безубыточности инфляции
(В процентах)



Источники: Bloomberg Finance L.P. и расчеты персонала МВФ. Примечание. 5 лет–5 лет — пятилетний период с началом отсчета через пять лет; ФРС — Федеральная резервная система США.

Склонность инвесторов к принятию риска значительно сократилась со времени выхода апрельского «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности».

На фоне повышенной стоимости активов в ряде секторов и стран резко снизились котировки акций (рис. 1.5). Рост процентных ставок был важным фактором стремительного падения котировок акций в США (на основе модели разложения; см. октябрьский выпуск «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности» 2020 года). Крупные компании отметили сокращение нормы прибыли в связи с ростом затрат, а прогнозы аналитиков по прибыли, по-видимому, продолжат активно пересматриваться в сторону понижения на фоне опасений по поводу экономических перспектив. Спреды по корпоративным облигациям в странах с развитой экономикой увеличились до максимальных значений за последние два года, а доходность по корпоративным облигациям, в которой отражается стоимость получения нового финансирования, резко возросла до самых высоких уровней со времени мирового финансового кризиса. Предполагается, что дефолты среди мировых эмитентов ценных бумаг с высокой доходностью достигли низшей точки на исторически низком уровне, а выпуск новых долговых обязательств значительно замедлился.

Рисунок 1.5. Разложение доходности акций США (В процентах)

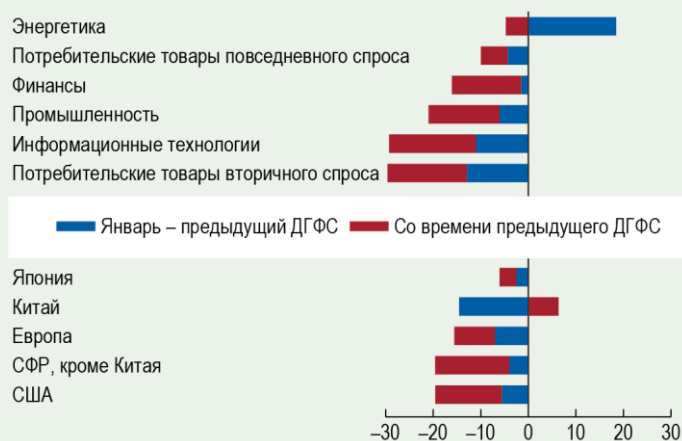


Источники: Bloomberg Finance L.P. и расчеты персонала МВФ. Примечание. Ценовая доходность равна совокупной доходности по индексу S&P 500 за период с октября 2021 года.

В секторах с предположительно завышенной стоимостью активов, таких как сектор потребительских товаров выборочного спроса и сектор информационных технологий, со времени выхода последнего «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности» отмечалось резкое падение котировок акций (рис. 1.6).

В циклических секторах (таких как сектор финансов) и секторах, чувствительных к изменениям в стоимости энергоносителей и других производственных ресурсов (таких как промышленный сектор), также отмечался существенный спад. Среди регионов рынки акционерного капитала США показали слабые результаты (отчасти ввиду их отраслевой структуры), хотя до этого имели ведущие показатели в восстановлении после пандемии.

Рисунок 1.6. Доходность акций в мире в 2022 году в разбивке по секторам и регионам (В процентах)



Источники: Bloomberg Finance L.P. и расчеты персонала МВФ. Примечание. СФР — страны с формирующимся рынком; ДГФС — «Доклад по вопросам глобальной финансовой стабильности».

Котировки акций также резко упали в странах с формирующимся рынком (кроме Китая) и в Европе. Снижение склонности к риску и опасения по поводу роста процентных ставок в странах с развитой экономикой привели к негативным последствиям для стран с формирующимся рынком. На акции Китая во втором квартале 2022 года эта ситуация практически не повлияла, однако инвесторы продолжают действовать осторожно в связи с сохранением режимов самоизоляции и опасениями по поводу темпов экономического роста. На европейские рынки влияет их географическая близость к войне в Украине и зависимость от связей с Россией. В Японии ослабление иены и адаптивная денежно-кредитная политика поддерживают котировки акций.

На фоне повышения процентных ставок в странах с развитой экономикой и ужесточения условий в мире факторы уязвимости долговой ситуации и финансовые риски для эмитентов в странах с формирующимся рынком растут, при этом ужесточение финансовых условий наиболее выражено в странах — эмитентах с более низким рейтингом (рис. 1.7). Спреды эмитентов неинвестиционной категории с апреля увеличились на 104 базовых пункта, и около трети заемщиков из стран с формирующимся рынком в настоящее время торгуют облигациями с доходностью выше 10 процентов, что является рекордно высоким уровнем со времени мирового финансового кризиса. Ухудшение условий также отразилось на выпуске облигаций в твердых валютах, который осуществляется самыми

медленными темпами с 2015 года, более чем на 40 процентов ниже, чем в 2021 году. Несмотря на замедление, эмитенты с более высоким рейтингом в последние месяцы продолжали выходить на рынки капитала, хотя и при условии высоких премий и более коротких сроков погашения. При этом многие из более слабых эмитентов фактически лишились доступа на рынок. Потоки портфельных инвестиций в облигации и акции в национальных валютах также оставались под заметным давлением, однако при этом отмечалась значительная неоднородность между странами. На сегодняшний день инвесторы, по-видимому, продолжают дифференцировать страны с формирующимся рынком на основе прогнозов инфляции и денежно-кредитной политики, а также позиций на рынках сырьевых товаров.

Потоки портфельных инвестиций в облигации и акции в национальных валютах также оставались под заметным давлением, однако при этом отмечалась значительная неоднородность между странами. На сегодняшний день инвесторы, по-видимому, продолжают дифференцировать страны с формирующимся рынком на основе прогнозов инфляции и денежно-кредитной политики, а также позиций на рынках сырьевых товаров.

Настоящую вставку подготовил Отдел анализа глобальных рынков Департамента денежно-кредитных систем и рынков капитала. В ней приводится обновление информации об изменениях на рынке со времени выхода апрельского выпуска «Доклада по вопросам глобальной финансовой стабильности» 2022 года, датой отсечения для данных которого было 7 апреля.

Рисунок 1.7. Выпуск суверенных долговых обязательств в странах с формирующимся рынком

(В миллиардах долларов США)



Источники: Bond Radar и расчеты персонала МВФ.